

LAS PERMUTAS POR INCUMPLIMIENTO DE PAGO DEL DEUDOR Y LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN DE RIESGO: ANTE UN REPLANTEAMIENTO REGULATORIO Y NORMATIVO GLOBALIZADO

HELLEN RUIZ HIDALGO

Observatorio de Comercio Exterior (OCEX)
Vice-rectoría de Investigación
Universidad Estatal a Distancia
hruiz@ocex.uned.ac.cr

RESUMEN

Se analiza el funcionamiento de Permutas por Incumplimiento de Pago del Deudor (CDS) y de Agencias de Calificación de Riesgo Crediticio (ACRC). A pesar de su enorme impacto financiero, ambas figuras funcionan sin regulación significativa y actúan relativamente acopladas. Se mostrará la actualidad de este tema, describiendo los rasgos más generales y críticos del funcionamiento de los CDS y de las ACRC y la necesidad de su regulación internacional. Se expone cómo su funcionamiento especulativo y desregulado, tanto en la crisis económica internacional del 2008, como en los apuros actuales que vive la zona del euro, exacerba la incertidumbre y aumenta los peligros, como elementos concomitantes con otros factores económicos, financieros y políticos subyacentes. El impacto que tuvo la crisis del 2008 en Costa Rica, con menores inversiones y exportaciones, explica el interés del Observatorio de Comercio Exterior (OCEX) de la UNED en la discusión sobre estos factores desencadenantes.

PALABRAS CLAVE: PERMUTAS, RIESGO, SEGUROS, DERIVADOS, REGULACIÓN, CRISIS.

ABSTRACT

This paper analyzes the operation of Credit Default Swaps (CDS) and Credit Rating Agencies (CRAs). Despite their enormous financial impact, they act in tandem and operate without significant regulatory. This paper discusses the topical nature of this subject, the general and critical fea-

tures of CDSs and CRAs, and the need for supranational regulation. It shows how, both in the global economic crisis of 2008 and the current predicament of the euro zone, the speculative, unregulated functioning of CDSs and CRAs exacerbates uncertainty and increases risk, along with other underlying economic, financial, and political factors. The impact of the 2008 crisis on Costa Rica –which caused investments and exports to decline– explains the interest of UNED's Observatory of Foreign Trade (OCEX) in discussing these two elements, which were major factors in precipitating the 2008 financial collapse and the precarious situation in the euro zone.

KEY WORDS: SWAPS, RISK, INSURANCE, DERIVATIVES, REGULATION, CRISIS.

INTRODUCCIÓN

Para el Observatorio de Comercio Exterior (OCEX), de la Universidad Estatal a Distancia (UNED), el análisis de las condiciones de funcionamiento de los mercados internacionales es parte de su función de difusión, generación de conocimiento y creación de capacidades, en todos los temas relacionados con el comercio exterior y el desarrollo nacional. Así se deriva también de su compromiso con los actores, gremios e instituciones con los que tiene convenios de cooperación y apoyo mutuo. Cumpliendo esa misión institucional necesita situarse en las condiciones globalizadas de la economía internacional y este artículo comenzará

en ese punto. Dentro de ese enfoque se debe valorar también el encadenamiento financiero que vincula a todos los países del mundo y las condiciones de su fortaleza o vulnerabilidad. La observación dinámica del comercio tiene como premisa la comprensión del carácter complejo y multidisciplinario de su entorno, que no puede reducirse a un mero estado de situación de mercados, sino que exige, además, valorizar procesos extracomerciales que inciden en el intercambio mundial de bienes y servicios. El estado de las finanzas internacionales es uno de los más relevantes.

El comercio mundial recibe siempre los primeros impactos de una crisis económica internacional. La violenta disminución del crédito disponible, que se produce por la incertidumbre desatada por las crisis, provoca contracciones en la actividad económica, lo que incide en la demanda global, traduciéndose, en el campo comercial, en menores importaciones y exportaciones, disminución del comercio de servicios, así como en una agudización de las condiciones de inversión de todos los países del mundo. Por eso, reviste especial trascendencia la comprensión de algunos mecanismos financieros que contribuyeron al agravamiento de la crisis económica de 2008, sobre todo si no han sido corregidos, porque siguen, como Espadas de Damocles, siendo parte activa que acompaña las amenazas actuales contra el euro. Esta situación, como se verá ampliamente, ha sido advertida tanto por muchos analistas independientes, como por los dirigentes de los gobiernos europeos involucrados.

El mecanismo de transmisión de la crisis económica hacia Costa Rica se produjo directamente con la disminución de sus exportaciones y de la inversión extranjera directa (IED).

Durante el 2009, las exportaciones totales se redujeron un 9% con respecto a las exportaciones totales del año 2008. Las exportaciones hacia Estados Unidos –principal socio

comercial de Costa Rica– se redujeron un 12,7% en el mismo período; las exportaciones hacia Asia, un -5,4%, hacia Centroamérica, un -8,6% y hacia Europa, un -1,7%. (...) En los primeros nueve meses del 2009, la IED se redujo un 38,79% con respecto a la IED de los primeros nueve meses del 2008 (Mora y Morales, 2010, pp. 43 y 44).

El impacto negativo de esta disminución de exportaciones se neutralizó parcialmente, en la balanza de pagos, por la baja de importaciones que la menor actividad económica también provocó, pero su efecto general fue muy duro. El choque directo de la mengua de IED se sintió en una pérdida de 24.121 empleos en el "Sector Construcción". En la "Industria Manufacturera" se perdieron 8330 empleos, y aquí se acusa sobre todo el efecto de la menor demanda de productos de exportación. En total se perdieron 37 491 empleos. Se redujeron un 10,38% las divisas derivadas del turismo, y eso repercutió en 184 millones de dólares menos de ingreso de divisas al país (Mora et al., 2010).

El gobierno trató de compensar los efectos negativos de la crisis sobre el desempleo local, aumentando el empleo público. Sin embargo, la consiguiente disminución de ingresos fiscales, producto de la desaceleración económica, hizo que esa medida agravara todavía más las finanzas públicas, aumentando el déficit fiscal en un 3,5% del PIB (Mora et al., 2010) y, con ello, la deuda pública.

Con menores ingresos fiscales, mayor planilla estatal y aumentada la proporción del presupuesto dedicado al servicio de la deuda, el país cayó en una escalada de endeudamiento público que ha hecho urgente la necesidad de una reforma tributaria que equilibre la hacienda pública, con nuevos ingresos fiscales. Se le atribuye haber dicho a don Ricardo Jiménez Oreamuno que "el mejor Ministro de Hacienda es una buena cosecha de café". Eso implica, en nuestra situación,

que no existe mejor receta para el incremento de los ingresos del Estado que la recuperación de la actividad económica. De ahí que la superación de la crisis internacional es el elemento esencial de la recuperación económica y de la salud fiscal del país. Los efectos de la crisis del 2008, en Costa Rica, son sólo el ejemplo local de la concatenación internacional de acontecimientos desencadenada por la crisis. Con ella se inició, en todo el mundo, un período de intensa incertidumbre que aún no termina.

El primer acto de este drama arrancó el 15 de septiembre de 2008 con la solicitud de quiebra de Lehman Brothers. Un juez federal de bancarrotas acaba de aprobar, el 6 de diciembre de 2011, su plan de pago por 65 mil millones de dólares. Este plan había sido aceptado por sus acreedores que participaban en una demanda colectiva de 450 mil millones de dólares. Lehman Brothers aplicó a la quiebra en 2008, cuando tenía activos nominales por 639 mil millones de dólares (Sandler, 2011). Esas cifras hacen de esta quiebra la más grande de la historia. A la aplicación de bancarrota de Lehman Brothers siguieron fuertes intervenciones masivas de capital público, por parte del gobierno norteamericano, con el objetivo de salvar entidades bancarias y financieras, reputadas demasiado grandes para dejarlas fallar (Sorkin, 2009). Siguió una violenta caída de valores en la bolsa de New York como no se veía desde 1929.

El segundo acto de la incertidumbre financiera internacional se desarrolla ahora mismo, en el momento de redactar este artículo, con decisiones dramáticas de los países de la zona del euro, sin que aún exista seguridad de resultados. Pero una recesión ya se da por descontada en la Unión Europea. Se trata de una crisis que amenaza directamente la supervivencia del euro. El paroxismo de esta situación ha llegado a tal punto de que Stiglitz (2011) considera casi inevitable la caída del euro. Un editorial de la revista

internacional de economía más prestigiosa del mundo advierte que, en ausencia de acciones dramáticas, la muerte del euro es casi inevitable (Leaders, The Economist, 26 noviembre de 2011).

Cada una de estas crisis tiene sus propios orígenes en subyacentes debilidades financieras, políticas y económicas. En el caso de los Estados Unidos su raíz viene de la expansión masiva e indiscriminada de crédito con respaldo en hipotecas sobrevaloradas y acordado a sujetos de crédito deficientemente calificados, así como en la subsiguiente titularización sobre titularización de esos créditos, con derivados financieros desregulados, transados sin supervisión (derivados OTC, del inglés "Over The Counter"), para obtener nuevos recursos, hasta que se rompió la burbuja crediticia así creada (Gorman, 2010). En el caso europeo la crisis viene, más bien, del lado de las deudas soberanas de varios países del sur de la zona euro, que crecieron en proporción muy alta con relación al producto nacional bruto de esos países. Afecta también la crisis que estas deudas, contraídas a los bajos intereses que les garantizaba la zona euro, se encontraron en imposibilidad de reestructuración por los altos intereses a que fueron sometidos, producto también de la especulación (Sinn, 2010).

Lo que unifica ambas situaciones es que, en ambos casos, a los factores económicos, financieros y políticos subyacentes se sumó y se suma la persistencia desregulada de dos protagonistas de las finanzas internacionales, el uno institucional, las Agencias Calificadoras de Riesgo Crediticio (ACRC), y el otro un derivado financiero, las Permutas por Incumplimiento de Pago del Deudor, más conocidas por su nombre en inglés como los *Credit Default Swaps* (CDS), reputados como una especie de seguros de pago de los créditos. Ambas figuras, sea en forma de instituciones o de instrumentos financieros, nacieron, curiosamente, para prevenir los riesgos de las crisis y proteger de sus posibles impactos. Su función desregula-

da, sin embargo, ha provocado una situación en la que estas figuras no sólo han sido incapaces de cumplir esa función, sino que aumentan la probabilidad de ocurrencia de incumplimientos de pago (Nanto, 2009). Siendo factores que vinculan las finanzas internacionales, su acción encadena la suerte de todas las instituciones del sistema internacional (Roubini y Mihm, 2010). Al decir de Stiglitz: "Nuevos instrumentos (CDS) supuestamente creados para mejor manejo del riesgo, pero en realidad diseñadas igualmente para engañar a los reguladores, eran tan complejos que más bien amplificaron los riesgos" (Stiglitz, 2010, xviii).

Este artículo busca mostrar los procesos concatenados que se derivan de la función relativamente acoplada entre las ACRC y los CDS. Este funcionamiento se puede sintetizar "grosso modo" de la siguiente manera: una calificación de riesgo tiene impacto en las primas de los CDS, y ellas, a su vez, disparan las tasas de interés de renegociación de las deudas. Eso crea una subsiguiente agravación de las condiciones de readecuación de esos mismos créditos, lo que conlleva a empeorar la propia calificación de riesgo de los emisores, en un círculo vicioso que empuja al descalabro. De hecho, el ciclo puede comenzar al revés: crecimiento de primas de CDS que conducen a degradación en la calificación de riesgo. La independencia funcional de ambos factores hace que los procesos inicien por cualquier vía, pero a la postre se acoplan y sus efectos se multiplican.

Casi todos los analistas coinciden en señalar que las razones profundas de las crisis de las instituciones financieras o de los países endeudados no son las ACRC ni los CDS (Gorman, 2010), pero pocos ponen en duda que ambos factores también juegan un rol, tanto en el aumento precipitado de la vulnerabilidad, como en el desencadenamiento de las crisis, y en su agravación (Financial Crisis Inquiry Commission, 2009).

El fenómeno más particular de esta situación es que, con todo y el enorme impacto financiero que tienen, tanto las ACRC como los CDS funcionan sin regulación significativa. La ausencia de regulación hace que ninguno de estos factores esté fuera de la actividad especulativa de los agentes financieros, lo que los convierte en elementos adicionales de incertidumbre y de peligro (Kolb, 2010).

Esos peligros nacen de las condiciones de existencia del mundo globalizado de las finanzas: existencia internacional, regulación nacional. El impacto es también globalizado y se manifiesta en el debilitamiento generalizado de la actividad económica. En la crisis de 2008, la globalización financiera desató el peligro inmediato de una recesión internacional, que en su mayor parte pareciera ya superada. Se advierte que de la crisis que vive el euro podrían resultar impactos incomparablemente mayores.

Se justificará la actualidad de este tema, los rasgos más generales y críticos del funcionamiento de los CDS y de las ACRC y las condiciones actuales que apuntan hacia la formación de una masa crítica en la consciencia política internacional sobre la necesidad de su regulación.

Los grandes macroprocesos de la globalización financiera

Desde el año 1800 se han estudiado por lo menos 300 crisis financieras de mayor o menor magnitud (Reinhart y Rogoff, 2008). Todas ellas han tenido algún grado de derivación internacional. Su repercusión ha ido creciendo junto al incremento del grado de interrelación de las economías del mundo, correspondiendo, en mucha medida, con la profundización del encadenamiento de los sistemas políticos, comerciales y financieros, dentro del proceso de internacionalización del sistema capitalista. La crisis de 2008 correspondió a la mayor interconexión de

los sistemas económicos de la historia. Esta vinculación internacional, también conocida como globalización financiera, fue resultado de tres grandes macroprocesos mundiales (Preciado, 2007).

El primero de los procesos, de relativamente reciente data, fue de carácter político y comenzó con la caída del muro de Berlín en 1989 y la subsiguiente desaparición de la otrora poderosa Unión Soviética (Fukuyama, 1992). Esos acontecimientos marcaron el fin de la división ideológica del mundo en dos sistemas económicos. El segundo proceso, en el tiempo, fue la unificación de las economías internacionales en el orden comercial. Coincide su fase desencadenante con la creación de la Organización Mundial de Comercio (OMC), en 1994, y la creciente liberalización que significó la creación del sistema multilateral de comercio en la multiplicación del intercambio mundial de mercancías. Con la paulatina integración de todos los países en la OMC, se desarrolla simultáneamente la creación de plataformas nacionales de inversión, donde se aseguran mercados preferenciales y se ofrece mayor competitividad, por los bajos costos de la mano de obra. Esto dio como resultado la conformación de un sistema productivo de carácter multinacional, con la consiguiente creación de "Cadenas Globales de Valor" (Casilda, 2009).

Un peso tan grande como los procesos anteriormente mencionados, uno de carácter político y otro comercial, lo tiene el tercer capítulo de la aceleración de la vinculación internacional de las economías, y es de carácter tecnológico. Se trata de la construcción, en 1990, del primer servidor web, con su primer cliente, WorldWideWeb (WWW), es decir, con el nacimiento de internet (Gillies, 2000). Esta revolución, llamada ahora Tecnologías de la Información y la Comunicación (TICs) es sólo comparable, aunque en una escala mucho mayor, con el descubrimiento de la imprenta. Internet y las TICs conllevaron a

una formidable transformación del entorno de las transacciones internacionales, digitalizadas a partir, sobre todo, de 1993.

Esos son los tres grandes procesos que concuerrieron al resultado de lo que se ha dado a llamar el fenómeno de la "globalización financiera".

A tenor del decisivo papel que la globalización financiera desempeña, no está fuera de lugar hablar de un sistema capitalista global, si bien el desarrollo de una economía global no ha coincidido con el desarrollo de una sociedad global. En consecuencia, de manera creciente, comprobamos que la globalización se expande y consolida como una realidad que se ve superada por los mismos hechos, encontrándose los mercados financieros globales en gran parte fuera del control de las autoridades nacionales e internacionales (Casilda, 2009, p. 51).

Como resultado, jamás se había dado antes un sistema financiero tan complejo y tan interconectado como el que resultó de la globalización financiera de nuestros tiempos.

El factor de encadenamiento global de los derivados financieros

En un mundo ya financieramente globalizado, los propios instrumentos financieros han jugado su oportuno rol de profundización del encadenamiento global. Así ha ocurrido con la creación de instituciones y derivados de impacto mundial, que se superponen y acompañan los aspectos políticos, comerciales y tecnológicos de la globalización. Esos instrumentos privados de las finanzas no sólo entrelazan los activos financieros del mundo, sino que también los sujetan en cadenas que potencializan de forma exponencial sus posibilidades tanto como sus peligros. Igual impacto internacional tienen instituciones que valoran las condiciones del crédito en todo el mundo.

Ese inmenso encadenamiento crea, transa e interconecta instrumentos de valor de volúmenes “faciales” tan gigantescos que superan muchas veces la producción sumada de todos los países del mundo. Para mostrar eso se puede indicar que en 2008 el volumen de derivados financieros, es decir de productos cuyo valor depende de otros activos, que suelen también depender, a su vez, de otros, tenía un valor facial que era ya nueve veces mayor que el Producto Mundial (Machinea, 2009). Los derivados financieros agilizan sin duda la actividad económica, pero su funcionamiento desregulado plantea también el surgimiento de un entorno con condiciones latentes de vulnerabilidad sistémica, en el que las crisis pueden provocar un efecto dominó, de consecuencias potencialmente tan letales que han llevado a algunos a acuñar, sin exageración, términos tales como “Armagedón financiero” (Panzner, 2008).

Parte de este trabajo se va a concentrar en la descripción y funcionamiento de una de esas creaciones financieras que conllevan mayor peligro sistémico porque encadena, sin control ni regulación alguna, todas las instituciones financieras del mundo. Se trata de un derivado financiero particular, la “Permuta de Riesgo por Incumplimiento del Deudor”, más conocida por sus siglas CDS, que designan su nombre en inglés, “*credit default swap*” (también llamadas por algunos, en español, “Permutas de Incumplimiento Crediticio”).

Estos CDS son derivados financieros de reciente data, y han adquirido desproporcionada trascendencia en la globalización financiera de los riesgos crediticios. Los CDS hacen todo el sistema inmensamente más vulnerable, porque interconectan a todos los países y economías del mundo en múltiples cadenas de seguros y reaseguros de créditos, sin supervisión ni regulación, que muchas veces giran y se revuelven sobre sí mismos, hasta poder ser transados, en última instancia, inclusive por las mismas instituciones que iniciaron su ciclo.

Armas financieras de destrucción masiva

Entre los muchos eslabones de la cadena que entrelaza a todas las instituciones financieras del mundo, ninguna de ellas es más insidiosa, opaca, poco controlable y capaz de provocar un efecto dominó más rápido que los CDS. Su exposición ayudará a entender la gran necesidad de una regulación internacional y a comprender la acertada descripción que hiciera de ellos Warren Buffett, cuando los calificó como “armas financieras de destrucción masiva” (Buffett, 2002).

Esta frase, ya famosa, aparece en la rendición de cuentas que hizo Warren Buffett a los accionistas de Berkshire Hathaway Inc., en 2002, cuyo presidente es Buffett. Ésta es una de las empresas aseguradoras y reaseguradoras más grandes del mundo y, como tal, también se maneja ampliamente con CDS. Su protagonismo, precisamente en el tema que abordamos, le da particular relevancia a su opinión. Esta frase tuvo lugar en un momento tan preclaro y de una forma tan tempranamente premonitoria, seis años antes de la crisis del 2008, que vale la pena reproducirla con cierta amplitud:

Cada vez más se han venido concentrando grandes niveles de riesgos, especialmente riesgos vinculados a créditos, en manos de relativamente pocos agentes, quienes tienen, además, extensas relaciones de negocios, unos con otros. Esto podría provocar que los problemas de unos infecten rápidamente a los demás. Además de eso, esos agentes deben grandes cantidades a contrapartes que no son agentes, en una vinculación tal que puede determinar que un sólo evento financiero ocasione serios problemas a todos. (...) El fuerte manejo de derivados (CDS) de un único fondo de riesgo, el Long Term Capital Management (LTCM), provocaron tal nivel de preocupación a la Reserva Federal (RF) que ésta se vio obligada a intervenir rápidamente

en una operación de rescate. Los oficiales de la RF explicaron después que las operaciones de derivados (CDS) de LTCM (una firma poco conocida de apenas pocos centenares de empleados) hubiera podido causar una seria amenaza a la estabilidad de los mercados financieros de todos los Estados Unidos. (...) Este tipo de derivados convierten en un chiste cualquier requisito de respaldo o colateral...e impiden la apreciación justa de los perfiles financieros de bancos, aseguradoras y otras instituciones financieras. Hasta a los más experimentados inversionistas y analistas se les vuelve muy difícil evaluar las condiciones de riesgo de compañías que están fuertemente involucradas con contratos de derivados. Cuando Charlie [Charles T. Munger, Vicepresidente de Berkshire] y yo terminamos de leer las largas citas de pie de página que detallaban las actividades relacionadas con los CDS, lo único que entendimos es que no habíamos entendido en qué volumen de riesgo estábamos incurriendo...Ni los bancos centrales, ni los gobiernos han podido hasta ahora ejercer control o, al menos, monitorear los riesgos planteados por este tipo de contratos. (...) Según nuestro punto de vista, esos derivados son armas financieras de destrucción masiva que conllevan riesgos, que aunque ahora son sólo latentes, son potencialmente letales (Buffet, 2002, p. 16).

Grandes economistas como Krugman, Stiglitz, Eichengreen, Roubini y muchos otros abogan por la necesidad de introducir, de urgencia, políticas públicas regulatorias sobre todos los derivados, especialmente los CDS, en la escala nacional y en la internacional (Casilda, 2009). Sin embargo, al día de hoy, y a pesar de continuos anuncios de "inminentes" regulaciones, siguen funcionando en completa intemperie, sin regulación integral, a pesar de la presencia amenazante que han probado tener.

El peso de los CDS en la crisis del 2008 y en las amenazas contra el euro

La mera amenaza de lo que se podría haber desencadenado con CDS sin respaldo tuvo un impacto formidable en el desencadenamiento de la crisis del 2008 y también la tiene ahora, en medio de la permanente amenaza del recrudescimiento de los problemas de la zona del euro, desde 2010.

Se hacen negocios "over the counter", entre operadores, sin intermediarios, fuera de las Bolsas, fuera de balance, carecen de registro central, ningún organismo los controla, pero están "en todas partes, dispersos por el sistema financiero mundial. Nadie sabe cuántos hay ni dónde, entre otras razones porque los bancos de inversión, que los crean, los colocan en vehículos especiales ubicados en paraísos fiscales, a salvo de cualquier autoridad hacendaria y cualquier control, descontaminando sus propios balances" (Vidal-Folch, 2011, p. 6).

La actualidad de este tema puede ser resaltado a partir del volumen, exposición, y peso de los CDS tanto en la crisis del 2008, como en la permanente amenaza de la zona del euro, desde 2010.

Veamos primero el caso de la crisis de 2008.

Igual que Robert Oppenheimer y su equipo de físicos nucleares en los años 1940 [que crearon la bomba atómica –nota de la autora], Brickelly y sus colegas del JP Morgan no se dieron cuenta del monstruo que estaban creando. Hoy la economía está tambaleándose y Wall Street está en ruinas gracias, en buena parte, a la bestia que soltaron hace 14 años. AIG (American International Group), la mayor compañía de seguros del país, tuvo que ser rescatada por el gobierno, después que quedó insolvente por 14 mil millones de dólares de garantías de CDS que habían

otorgado a bancos de inversión, compañías de seguros y toda suerte de otras instituciones. Muchísimos de los daños que han ocurrido en el sistema financiero, pueden rastrearse hasta los CDS, que ascendieron hasta 62 millones de millones de dólares, ... casi cuatro veces el valor de todas las acciones negociadas en el Mercado Accionario de New York (Phillips, 2008, p. 1).

Si partimos de las condiciones prevalecientes en el mundo financiero, previo a esa crisis, encontraremos, sin duda, muchas condiciones parecidas a otras crisis económicas del pasado. En esta ocasión, sin embargo, la burbuja crediticia se venía inflando, de titularización en titularización, en un proceso sin supervisión, irrefrenable y desregulado, en los Estados Unidos, de agregados financieros a partir de activos hipotecarios de alto riesgo (*hedge funds*). Ahí paquetes titularizados de hipotecas se volvían a presentar como colaterales de nuevas titularizaciones que respondían por créditos que se repetían sobre sí mismos (Mizen, 2008), uno sobre otro, con colaterales iniciales de respaldo que tenían un valor muy por debajo de los multiplicados derivados financieros por los que respondían.

Sólo Goldman Sachs empacó y vendió 73 mil millones de dólares en CDO (obligaciones de deuda titularizada) sintéticos (desmaterializados), entre el 1ro de julio de 2004 y el 31 de mayo de 2007. Estos CDO estaban referenciados a 3400 titularizaciones de hipotecas, 610 de las cuales por lo menos dos veces. Todo eso aparte a todas las veces que esas mismas titularizaciones habían sido referenciados por CDO sintéticos, creados por otras firmas (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. xxv).

Esa burbuja estalló en 2008 en el eslabón más débil de la cadena crediticia: las sobrevaluadas hipotecas de alto riesgo o *subprime* del sector de vivienda en los Estados Unidos. Sin embargo,

para la mayor parte de los analistas, eso no explica, en sí mismo, cómo una pérdida inicial de las hipotecas *subprime*, que no alcanzaba los 400 mil millones de dólares, llegaría a tener un impacto de pérdidas internacionales 31 veces mayor.

Estas cifras son difíciles de apreciar si no se comparan directamente con categorías de valor relativas más conocidas. Las pérdidas proyectadas por las hipotecas *subprime* equivalían a un 1% del PIB mundial, pero las pérdidas de activos que provocó el concatenamiento de "seguros" llegaron, en cambio, en 2009, a un volumen cercano a un 25% del PIB mundial (Machinea, 2009). Esto sólo puede explicarse por la vinculación multiplicativa de una cadena mundial globalizada de seguros y reaseguros, cada vez más costosos, de créditos que comenzaron a perfilarse más riesgosos, en la medida que el entorno mostraba condiciones de cada vez mayor apuro. Esos así llamados "seguros de crédito", son los CDS.

Si se trazan los acontecimientos más significativos de la historia de la crisis del 2008, se verá que sus eventos emblemáticos fueron precedidos por un voluminoso incremento de las primas de los seguros de crédito. Así ocurrió tanto antes del salvamento de Bear Stearns, como en la inminente quiebra de Lehman Brothers y en la intervención masiva del Gobierno de los Estados Unidos para salvar la AIG.

El viernes 14 de marzo de 2008, fue claro que Bear Stearns no podría como siempre lograr liquidez sobre sus activos y como resultado no podría tampoco cumplir con sus pagos el lunes 17. Entonces el Banco de Reserva Federal de New York dio un paso adelante apoyando a Bear Stearns con un préstamo a través de JP Morgan Chase, para evitar el pago en ventanilla de (...) los derivados de insolvencia de créditos (CDS) por los que Bear Stearns era contraparte, lo que habría amenazado con llevar a la bancarrota a otras instituciones financieras, incluyendo JP Morgan Chase (Mizen, 2008, p. 549).

Mizen (2008) reproduce datos publicados por el Banco de Inglaterra en marzo de 2008, donde se muestra que las primas de los CDS se habían multiplicado por 20, pasando de 15 puntos base a 300 puntos base, entre enero de 2007 y marzo de 2008, justo antes del rescate de Bear Stearns. De los datos que expone Machinea (2009), se deriva que en el momento del inicio de la crisis el valor facial de los CDS, sobre el conjunto de créditos de los Estados Unidos, equivalían ya al 11% del PIB Mundial.

El ejemplo más notorio fue el rescate de la principal compañía de seguros del mundo, la American International Group (AIG), en octubre y noviembre de 2008. Ello evitó un problema de solvencia de varias entidades financieras cuyos préstamos estaban garantizados por la AIG, a través de los mencionados CDS... El motivo por el cual se auxilió a una institución insolvente fue tratar de evitar una crisis sistémica, ya que la caída de AIG podría haber arrastrado a varias entidades financieras y creado una situación de pánico (Machinea, 2008, p. 36).

El propósito de la exposición anterior y de lo que sigue en este artículo no es discutir causas, remedios y políticas públicas relacionadas con la crisis, cuyas consecuencias todavía no terminan, sino exponer historia, funcionamiento, relevancia y actualidad de los CDS, como derivado financiero de reciente data y que ha adquirido desproporcionada trascendencia en la globalización financiera de los riesgos crediticios. Se explicará como interconecta a todos los países y economías del mundo en una única cadena que hace inmensamente más vulnerable todo el sistema. El tema no son ellos en sí mismos, sino su falta de regulación. De hecho, la Comisión de Investigación sobre las Causas de la Crisis, del gobierno norteamericano, afirma con toda claridad, que ese es el origen último de la crisis, cuando dice que "La introducción en 2000

de una legislación que eliminaba la regulación de los derivados de contratación privada directa (como los CDS) fue un punto decisivo de inflexión en la marcha hacia la crisis financiera" (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. xxiv).

En el caso de la crisis del euro, la presencia e importancia de los CDS se manifiesta de nuevo con sus premisas más básicas: ¿Cómo es posible que una economía tan pequeña como la griega, ponga en peligro no sólo al euro, sino que también amenace con desencadenar una crisis internacional tal vez más profunda que la de 2008?

Lo que Buffett cuenta que ocurrió en Estados Unidos, en 1998, volvió a ocurrir, luego, con la Unión Europea en la crisis que comenzó en Grecia en 2009. En Estados Unidos entró en crisis la compañía LTCM y la Reserva Federal (RF) tuvo necesidad de intervenir con una maniobra de salvamento -situación que volvió a pasar con Bear Stearns en 2008, y aunque la RF se negó a hacerlo con Lehman Brothers, se vio obligada a repetirlo casi inmediatamente después con AIG.

Los acreedores de la deuda griega son principalmente los bancos alemanes y franceses, pero ellos a su vez, al sentirse fuertemente expuestos, han "reasegurado" sus créditos con agentes de CDS de otros bancos -y no bancos-, aseguradoras -y no aseguradoras-, norteamericanas en su mayor volumen, quienes a su vez han apalancado ese riesgo con otros CDS, con otras entidades. Así, es perfectamente posible que un banco con una mano haya comprado un reaseguro sobre, digamos el paquete "Y" de la deuda griega y el vendedor de ese CDS se haya reasegurado con otro y ese con otro y así hasta llegar, tal vez, al banco inicial, que con otra mano, vendiera, sin saberlo, un reaseguro sobre ese mismo crédito.

Si Grecia entrara en incumplimiento de pago, eso sería considerado como un "evento" financiero que desencadenaría una reacción en cadena que haría casi imposible que instituciones

aisladas pudieran pagarlo de un golpe, como es exigido, y muchas instituciones financieras caerían a su vez en incumplimiento de pago, eventos que desencadenarían nuevos eventos en un inimaginable efecto dominó.

Es esa la razón por la que la Unión Europea decidió, como una medida –dijeron– por una sola vez, pedirle a todos los bancos europeos que renuncien “voluntariamente” al pago del 50% de sus créditos a Grecia. La dinámica expuesta anteriormente es explicada por un editorial de *The Economist*, quien lo dice con total franqueza:

Aunque el volumen del recorte de la deuda griega ha sido saludado por todos, los dirigentes de la zona del euro están desesperados por lograr convencer a todos los bancos de que sea “voluntario”. La razón de esto es porque una suspensión de pagos de ese orden de parte de Grecia dispararía el cobro automático de los contratos de seguros vinculados a esos créditos, llamados “Permutas de Pago por Incumplimientos de los Deudores” (CDS). El temor es que un incumplimiento de Grecia pudiera conducir al caos, porque el mercado de los CDS jamás ha sido puesto en esa situación. Eso es verdad, pero este enorme recorte voluntario de deuda va a llevar a los inversionistas en deudas soberanas europeas a dudar si los CDS ofrecen una protección real. Así que mientras el esquema del Instrumento Europeo de Estabilización Financiera (EFSF, por sus siglas en inglés de European Financial Stability Facility) está designado para ofrecer seguridad a los tenedores de activos crediticios, la insistencia de que el recorte europeo sea voluntario hará que las deudas de la zona del euro sean más difíciles de asegurar. (...) pero realmente no hay tampoco en dónde encontrar confianza (Leaders, *The Economist*, 29 de octubre de 2011).

Con eso en mente, podemos pasar ahora directamente a una explicación técnica básica de la historia, funcionamiento y volumen internacional de los CDS, así como sus formas de aplicación, las características problemáticas de sus actores y su necesidad de supervisión y regulación.

Antecedentes al nacimiento de los CDS

El pago de una deuda jamás tiene una seguridad del 100%, de la misma manera que la vida misma está sujeta a situaciones fuera del control humano. Todo crédito implica, para quien lo otorga, algún nivel de riesgo y es convencionalmente sabido que los rendimientos que se pueden obtener están también en función del riesgo al que se está dispuesto a incurrir.

Son muchos los elementos del entorno económico que ofrecen riesgos. Algunos son de carácter parcial: la inflación, que puede devaluar el valor real de una deuda, déficit fiscales, deuda pública o políticas monetarias, que pueden, a su vez, afectar las tasas de interés. Otros son riesgos más generalizados, de probabilidad hasta ahora poco determinable, como desastres naturales o revoluciones políticas y guerras.

Son principios fundamentales de la actividad financiera la diversificación de los riesgos en que se incurre con las operaciones crediticias, así como garantizar estabilidad en el flujo de ingresos derivado de un crédito. Con el nombre de *swaps*, tomado del lenguaje financiero del inglés, que significa “permuta” o “canje”, se impuso un término que eventualmente será aceptado por todas las lenguas del mundo. Antes de la existencia del tipo específico del que se hablará en este artículo, ya habían aparecido en el mercado una variada tipología de otros *swaps* o contratos de permutas, creados como recurso para asegurar a los acreedores de créditos una relativa estabilidad de ingresos. “El contrato de

permuta financiera o *swap* surge a finales de la década de los setenta del pasado siglo como reacción a las grandes alteraciones y fluctuaciones que padecía el mundo económico" (Grupo Editorial Trabajo, 2010, p. 609).

Así nacieron los *swaps* de intereses, contra la incertidumbre provocada por la variabilidad de las tasas del mercado y los *swaps* de ingresos reales frente a la inflación o frente a políticas económicas de estabilización monetaria. De hecho, la difusión de los *swaps* creó una fuerte demanda de puntos referenciales a los que anclarse, que no fueran especulativos, sino que tuvieran formas generalmente aceptadas, representativas de las más importantes entidades financieras del mundo. De esa variable diversidad de las incertidumbres financieras nacen diversas formas de contratos de *swaps*. En algunos casos, se trata simplemente de asegurar ingresos estables, frente al carácter variable de los créditos modernos, cuyos términos se anclan a tasas referenciales objetivas e independientes, sobre las que fuerzas especulativas no tienen control.

De esta demanda de tasas referenciales "objetivas", es decir, no especulativas, surgió la famosa tasa LIBOR (*London Interbank Basic Operating Rate*), como una tasa de referencia diaria, a partir de las tasas de interés en el mercado interbancario de los bancos de Londres y también de esas condiciones de incertidumbre financiera e incremento de *swaps* es que cobró peso el "Prime Rate" norteamericano, apenas referencia de la tasa que otorgan los bancos a sus clientes preferenciales. El *Wall Street Journal*, el medio que publica el Prime Rate, decidió en diciembre de 2008, que esa tasa fuera el promedio ponderado por los activos de las tasas preferenciales que cobran el 70% de los bancos más grandes de los Estados Unidos. Curioso caso de un medio de prensa que "determina" la metodología de fijación de una tasa referencial, que por ello es llamada Wall Street Journal Prime Rate (Bankrate.com, 2011).

Obviamente existía en el mercado financiero la demanda de un derivado que atendiera la necesidad de cubrir el riesgo propiamente financiero, que se sintetiza en la noción básica de "riesgo por incumplimiento de pago".

Cuando se funciona en entornos de riesgo, las ganancias son mayores, pero también las posibilidades de pérdidas. De ahí que sea apenas natural que las instituciones financieras que se manejan en fondos de riesgo (*hedge funds*), quisieran disminuir su alto potencial de pérdidas, entregando parte de sus altos rendimientos a otras instituciones, en forma de primas de seguros que cubran por sus posibles pérdidas, repartiéndose así el riesgo. Esa es la base financiera que da origen a los *swaps* por incumplimiento de pago (CDS).

Origen de los CDS

Nada es más característico de nuestros tiempos que la primera gran catástrofe ecológica, producto de la acción humana, fuera también el acontecimiento que dio origen a los CDS. El 24 de marzo de 1989, el supertanquero "Exxon Valdés", de la gigante petrolera multinacional Exxon, produjo un derrame de 750 mil barriles de petróleo, en Alaska, causando el desastre ecológico más grande de la historia, hasta ese momento. Las demandas legales amenazaron a la compañía Exxon a pagar 5 mil millones de dólares en resarcimiento de daños. Ante semejante amenaza, la Exxon solicitó una línea de crédito por 4.8 millones para tener los fondos necesarios, ante la eventualidad de perder el caso legal.

El gigante financiero JP Morgan le abrió esa línea de crédito a Exxon para responder eventualmente a una condena. Pero semejante suma de crédito pesaba mucho sobre los libros contables de JP Morgan y para resguardarse, en caso que Exxon no pudiera responder a esa obligación, y para mejorar los estados financieros, en su pro-

pia contabilidad, compró un “seguro” sobre ese crédito al Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo (BERD). Era la primera vez que se hacía una operación de ese tipo y ése sería el nacimiento del primer CDS. En 1994, después de una famosa reunión en Boca Ratón, JP Morgan repetiría la operación en gran escala y la llevaría a niveles industriales, creando su propia subsidiaria “offshore” para hacer el papel del BERD, titularizando 9700 millones de dólares que JP Morgan había concedido en crédito a 300 compañías, en paquetes más pequeños. Su subsidiaria vendería a JP Morgan el seguro de riesgo por incumplimiento de pago de esos créditos y a su vez los colocaría entre inversionistas más pequeños. Aunque en ese momento el instrumento financiero tenía otro nombre (BISTRO), muy pronto se acordó llamarles CDS. Esa operación de JP Morgan fue considerada como de seguridad AAA por la ACRC Moody’s en 1997. Con esa “bendición” de una calificadoras, la operación se disparó. Los procesos de desregulación que culminaron en 2002 llevaron este tipo de operaciones al paroxismo (Lanchester, 2009).

Funcionamiento de los “credit default swaps”

Los CDS o permutas de incumplimiento crediticio son contratos bilaterales que tienen como objetivo ofrecer y recibir protección en caso de incumplimiento de pago de un crédito (Durbin, 2006). Como en todo contrato bilateral existen dos partes: un comprador y un vendedor de protección (ISDA, 2011).

- El vendedor de un CDS se obliga a responder, total o parcialmente, por un crédito otorgado por el comprador del CDS, o por otra entidad (nótese, este es un punto decisivo explicado infra), a un tercero, en caso que el deudor del crédito otorgado incumpla en su pago o se produzca un evento financiero que determine alguna forma de incumplimiento (Choudhry, 2006).
- El comprador del CDS recibe esas seguridades a cambio de una serie de pagos en el tiempo, a los que se llama “primas”.
- Las primas dependen del monto “asegurado” y del perfil de riesgo del deudor.
- Con los CDS se aseguran todo tipo de activos crediticios, como Titularizaciones de Deuda con Respaldo Hipotecario, llamados CDO (por las siglas en inglés de *Collateralized Debt Obligations*, o titularizaciones de deudas con garantía de activos inmobiliarios), bonos de deuda soberana y prácticamente todas las formas existentes de titularización de compromisos de pago.
- Operan en un mercado abierto y libre, como contratos no regulados, lo que se llama mercado “OTC” (por las siglas en inglés de *over the counter*, que quiere decir “en ventanilla”, expresión que se deriva del concepto de venta directa de medicamentos de distribución libre, sin “receta médica”).
- Funcionan como contratos de derecho privado y se rigen por los códigos civiles y de comercio habituales. Están fuera del marco regulatorio de las instituciones de regulación financiera, por ser considerados contratos entre partes civiles (Flavell, 2010). Desde la crisis, en los Estados Unidos y en Europa ha habido varios intentos de legislación que los regulen, pero eso ha sido impedido por los grupos de presión más conservadores.
- Sin embargo, por su función financiera de gran impacto y tal vez por la presión internacional para regularlo se tomó la iniciativa de crear una, así llamada, “Asociación internacional de Permutas y Derivados”, conocida como “ISDA” (por las siglas en inglés de *International Swaps and Derivatives Association Inc.*).

La ISDA no establece reglas de funcionamiento de los CDS y sólo presenta a sus asociados un marco de referencia para una elaboración estandarizada de contratos, que es generalmente aceptada en el mercado como “contrato marco”, que ISDA ha establecido para todo tipo de operaciones de derivados entre las instituciones financieras. En él quedan establecidas tanto definiciones como condiciones que regularán el funcionamiento de las partes frente a cualquier derivado contratado entre ellas. Por supuesto que la adopción del amparo de este contrato marco sigue siendo siempre voluntaria para todas las partes, léase instituciones financieras o particulares. Sin embargo, la ISDA ha logrado posicionar su contrato estandarizado y eso le facilita a las partes no tener que negociar condiciones y definiciones cuando se establece una operación.

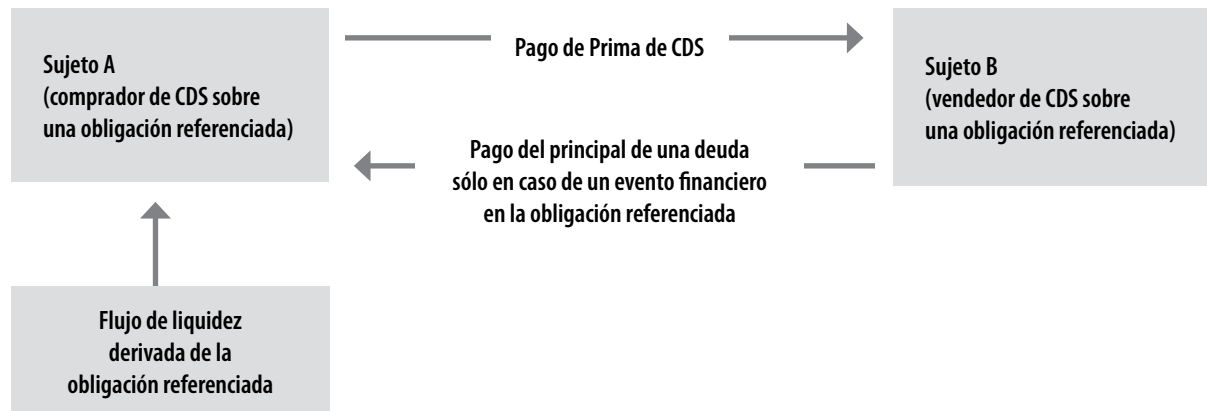
Para las operaciones de CDS existe un monto mínimo de transacción, que es de diez millones de dólares. Los plazos de validez son variables y van desde seis meses hasta diez años, y mucho depende de los plazos de vencimiento de las obligaciones aseguradas. El precio de un CDS es

su prima y ella se establece en “puntos base”, que van asociados al nivel de riesgo de un crédito, determinado por el mercado a partir, sobre todo, aunque no siempre, de las calificaciones de riesgo crediticio elaboradas por agencias especializadas.

Las primas se expresan en puntos base (pb). Un “pb” es la centésima parte de un 1%, es decir su diezmilésima parte ($0,01 \times 0,01 = 0,0001$). Un ejemplo lo puede aclarar mejor. Costa Rica tenía en 2009 un rating de riesgo BB y los CDS sobre sus deudas se estimaban en 202pb (Ismailescu y Phillips, 2011). Eso quiere decir que un seguro por diez millones de dólares de la deuda de Costa Rica cuesta 202 mil dólares de prima. Como las instituciones acreedoras trasladan al deudor el costo del seguro que representa el CDS, cada 100 puntos base elevan un 1% el costo del crédito de un país. Una deuda como la griega, donde los CDS eran valorados en 1644pb, el 5 de agosto de 2011, aumentaba 16,44% la tasa de intereses de nuevos créditos de Grecia.

En un esquema descriptivo clásico del funcionamiento de los CDS (Flavell, 2010), la forma operativa de un CDS se explica en el gráfico 1.

GRÁFICO 1
ESQUEMA DESCRIPTIVO DEL FUNCIONAMIENTO DE LOS CDS



Fuente: Flavell, 2010.

Nota. Sujeto A compra un CDS de Sujeto B; Sujeto A paga una prima a B y, en caso de que un evento financiero impidiera que le fuera cancelada alguna parte de la obligación de referencia, recibe de B, a cambio, el pago de esa pérdida, que queda de esa manera cubierta. Para todo propósito, los CDS aparecen y tienen efecto y uso práctico, como pólizas de seguro, que ofrecen protección en caso de ocurrencia de un evento (Flavell, 2010, p. 82).

De aquí que normalmente se habla también de “asegurar un crédito” y se hace referencia a los CDS como “seguros de crédito”. Sin embargo, conviene analizar las similitudes y diferencias entre los CDS y los seguros que normalmente son ofrecidos por compañías aseguradoras. Eso nos permitirá introducir un elemento que hace particularmente insidiosos a estos instrumentos, cuando no obedecen a regulación alguna, por la forma en que pueden funcionar como instrumentos de apuesta en contra de la credibilidad de un deudor.

Diferencias entre “seguros” propiamente dichos y CDS

Sin profundizar y sólo por razones ilustrativas, presentaré algunas diferencias características entre el mercado general de seguros y el mercado de *swaps*. Ambos tienen aspectos que los relacionan. Tanto los CDS como los seguros

son contratos bilaterales, en los cuales una de las partes, el asegurador o vendedor de CDS, se obliga, a cambio de una prima, que le paga el asegurado o comprador del CDS, al desembolso de una prestación convenida, si ocurriera determinado evento adverso, debidamente previsto en el contrato. Este evento puede ser, en el caso de los seguros clásicos, la pérdida de la vida, de una cosecha, un accidente automovilístico, el incendio de una casa, etc. En el caso de los CDS, el llamado “evento” es una situación financiera, determinada de forma precisa en el contrato, y para cuya designación de ocurrencia se nombra una “autoridad” arbitral.

Pero las diferencias son notables. La primera y más importante es que el seguro siempre es una forma de resarcir un daño, mientras que en el CDS no tiene por qué existir ni daño, ni amenaza de daño. En la tabla 1 se presentan las diferencias más importantes.

TABLA 1
DIFERENCIAS ENTRE SEGUROS Y CDS

Seguros	CDS
Funcionan dentro de estructuras totalmente reguladas de negocios, con compañías autorizadas y supervisadas, bajo previsiones de ley específicas que limitan y regulan la validez de la obligación expresada en los contratos, por la voluntad de las partes.	Funcionan en un mercado totalmente desregulado, con total autonomía de las partes, sin restricción legal alguna en sus contenidos, respaldos, usos, etc.
Se realizan siempre sobre bienes físicos concretos.	Se realizan con base en obligaciones, documentos y valores intangibles.
Casi nunca cubren la totalidad del bien asegurado.	Pueden cubrir la totalidad del crédito que aseguran.
La persona asegurada debe tener un interés personal legítimo, real y directo sobre el bien asegurado. Su objetivo es: “Proteger los derechos subjetivos e intereses legítimos de los asegurados y terceros interesados” (artículo 1º de la Ley Reguladora del Mercado de Seguros de Costa Rica, énfasis de la autora)	El comprador de permuta puede no tener relación alguna con el bien que asegura a cambio de su prima y puede no ser ni el deudor, ni el acreedor de un crédito, sino una tercera persona que compra un CDS sobre un crédito entre dos partes ajenas a ella y con las que no tiene relación alguna.

Los roles entre asegurado y asegurador son invariables.	El vendedor de un CDS sobre un crédito, puede a su vez comprar otro CDS sobre ese mismo crédito, y así la operación repetirse, sin otro límite que el que determine el mercado de oferta y demanda de CDS.
A la compañía aseguradora se le exige mantener sumas determinadas de respaldo por los bienes que asegura.	El vendedor de un CDS no tiene que depositar respaldos de ningún tipo por los CDS que vende.
El asegurador ofrece indemnización por pérdidas reales, efectivamente incurridas por el asegurado (muerte, incendio, robo, accidente, pérdida de cosas, etc.).	Los CDS determinan un desembolso convenido a sus compradores sin que ellos hayan necesariamente incurrido en alguna pérdida personal directa. Así ocurre si el que compra un CDS no es ni acreedor ni deudor de un crédito asegurado, sino que es solamente un tercero que compra un CDS para "ganar" algo en la eventualidad de impago de un crédito o de la quiebra o evento financiero de alguien que no tiene ninguna relación con el comprador.
Los seguros son garantizados legalmente por medio de pólizas debidamente firmadas e inscritas en registros públicos correspondientes.	Los CDS se pueden manejar de forma completamente electrónica y su velocidad de multiplicación es ilimitada.
Quien compra una póliza es titular de un bien cuya pérdida le ocasiona un daño.	Quien compra un CDS puede no haber hecho ninguna inversión sobre el crédito asegurado.

Fuente: elaboración propia.

Potencialidad especulativa de los CDS

Estas características le imprimen al CDS la potencialidad de un enorme impacto especulativo. El seguro depende de eventualidades de probabilidad matemática en las que la misma existencia de pólizas no influye como factor de precipitación de un evento. Los CDS, en cambio, pueden registrar un impacto directo en la propia eventualidad contra la que respaldan, puesto que el mercado interpreta como de probable impago aquellos créditos sobre los que se compran más CDS.

Las compras de CDS le cargan a este crédito un peso especulativo muy grande, al poder no estar involucrados los compradores con el crédito por el que compran un CDS. El incremento de compras de determinados paquetes de CDS influye en la menor confianza del mercado en la recuperación de esos créditos, lo que incide en una espiral especulativa que puede derribar instituciones o naciones enteras.

Evidentemente existe la polémica de si la destructibilidad especulativa de los CDS es resultado de debilidades inherentes de las instituciones deudoras o si ellos mismos forman parte de esas dificultades financieras. Ambas cosas son ciertas y no se contradicen. Recientemente la Canciller

alemana Angela Merkel dijo que "los CDS contra un Estado Soberano no son otra cosa que poner un seguro de incendio sobre la casa de un vecino, para después quemarla y sacar de eso una ganancia" (Beecken, 2010).

Un ejemplo del posible funcionamiento especulativo de este mercado lo plantea Grit Beecken (2010), en la revista alemana "Capital", comentando un caso difundido por ella misma. A comienzos de 2010 prácticamente no existían en el mercado instrumentos de crédito de Nokia que pudieran ser negociados. Sin embargo, en ese mismo período se dio un abundante comercio con CDS sobre la deuda de Nokia. ¿Especulación? No, dicen algunos, porque comprar y vender CDS sobre una cartera de créditos inexistente de Nokia, es una excelente forma de "diversificar" los portafolios con un nombre industrial seguro y de prestigio (Beecken, 2010), la especulación (apuesta) consiste en prevenir problemas en la industria de telecomunicaciones, en cuyo caso Nokia también se vería afectada, lo que permitiría una buena ganancia con CDS comprados previamente a un precio muy bajo.

Por otra parte de sobra es conocido cómo la crisis de Grecia comenzó con una compra precipitada de CDS de parte de los bancos acreedores de las obligaciones soberanas griegas. Eso empujó hacia arriba la prima de los CDS sobre la deuda griega, aumentando entonces las tasas de interés de todo nuevo crédito que Grecia necesitaba para cancelar sus créditos, lo que encareció nuevos préstamos e incrementó la proporción del presupuesto griego destinado a pagarlos. La crisis se precipitó.

Se podría decir, sin duda, que Grecia estaba en malas condiciones para pagar su deuda. Eso es cierto. Pero el mercado especulativo agravó y precipitó su crisis. (Gaillard, 2011). "Apostar" contra Grecia consistía en comprar CDS sobre porciones o paquetes de la deuda griega e inclusive sobre la generalidad de su deuda soberana, pa-

gando una prima, y esperando un desembolso en caso de quiebra.

Para quienes vendían CDS sobre la deuda griega, la pregunta especulativa era: ¿Por qué asegurar la deuda Griega a cambio de una prima que nunca compensaría el desembolso de una obligación que de todas maneras es impagable? Quien vendía un CDS no tenía una respuesta probabilística basada en el cálculo financiero, sino una especulación política: pensaba que la zona del euro haría lo que fuera por impedir que Grecia cayera en impago y entonces sentían que su nivel riesgo era bajo y que recibirían grandes sumas de dinero por primas encarecidas también por su acción especulativa, respondiendo a una eventualidad que consideraban políticamente imposible. Hasta ahora esos apostadores han tenido la razón y han ganado considerables sumas de dinero producto de las primas de los CDS vendidos, sobre la deuda griega, que la Unión Europea (UE) ha respaldado.

Para quienes compraban CDS sobre la deuda griega, la pregunta especulativa era: ¿Por qué comprar CDS sobre una deuda soberana que al hacer peligrar el euro, haría que fuera toda la zona del euro la que respondiera por ella? Quien compraba pensaba que era inevitable el impago de Grecia, que la zona del euro, a la postre no iba a poder respaldarla y que su incumplimiento de pago era asunto de tiempo, con lo que a cambio de una prima, tal vez cara, iban a recibir un considerable desembolso cuando Grecia suspendiera pagos. Hasta ahora, esas primas pagadas han resultado en pérdida neta, pero...cualquier cosa puede suceder en el futuro y siguen apostando.

¿Quién tiene la razón? El juego, al momento de escribir este artículo, todavía es parte del debate internacional. Ambas partes pueden tener razón. El punto que se discute en este artículo es que se trata de un razonamiento que ya es extraeconómico y, por tanto, imposible de calcular con métodos probabilísticos, econométri-

cos y actuariales. Por el momento, el resultante ha sido el disparo de las tasas de interés de la deuda griega, más del doble de su valor anterior a 2009 y pudo haber sido mucho peor, de no haber sido por la intervención de respaldo del Banco Central Europeo. Eso no ha impedido la precipitación de la recesión y una crisis económica y política en toda la zona del euro, que ha puesto en cuestionamiento todo el principio de una moneda europea única.

En el 2010 el mismo proceso pasó a España, Irlanda y Portugal y las autoridades de la Unión Europea impidieron, de momento, que la situación fuera peor, sólo gracias a decisiones de emergencia, creando un fondo especial de estabilidad, directamente dirigido a contrarrestar el impacto de la fuerza especulativa de los CDS, así como medidas presupuestarias draconianas de parte de las autoridades nacionales. La retirada de Inglaterra de las decisiones asumidas por los otros 26 países de la Unión Europea, el viernes 9 de diciembre de 2011, se debió a su negativa de admitir la necesidad de regular el mercado de estos derivados.

El espacio de la incertidumbre en los mercados financieros

Los CDS son un producto de la incertidumbre de la vida moderna, especialmente en la época de la globalización financiera, con la multiplicidad de factores, internos y externos, económicos y extraeconómicos, que interactúan en el mercado y en los países, aumentando los factores de riesgo, con elementos de orden cultural y político, muchas veces imposibles de calcular con métodos matemáticos. De ahí que el valor de la prima de un CDS nace de la sensación de no tener control de la situación y está directamente asociada a la percepción de riesgo que se tiene de una inversión.

Esa percepción de un riesgo subjetivamente apreciado en su forma cualitativa, o intentado determinar con procedimientos cuantitativos, necesita encontrar anclajes predeterminados y comúnmente aceptados que contengan una calificación del grado de exposición que tiene una inversión. De esa calificación se deriva el precio que se demanda por un seguro de riesgo de incumplimiento de pago de una obligación. Ese precio debe permitir que cada parte sienta que puede hacer un negocio rentable: el comprador, asegurándose contra una eventualidad adversa y el vendedor, recibiendo un flujo monetario que a sus ojos compense el riesgo en el que incurre al vender un seguro. Para ello se precisa algún grado de "predicción" de los acontecimientos.

Se podría decir que toda la historia humana está llena de la ansiedad por predecir los eventos futuros. Tanto los así llamados profetas, en la Biblia, como los oráculos de Grecia, las pitonisas en Roma, el I Ching chino, la astrología y los horóscopos muestran, de una manera u otra, los esfuerzos humanos, en todas las civilizaciones, por "superar" la incertidumbre que depara el futuro. Desde el siglo XVI, esos esfuerzos intentaron llegar a tener el grado de certeza que depara la ciencia. Una serie de descubrimientos matemáticos alimentaron la ilusión de poder vaticinar con cierto grado de precisión la posibilidad de que se produjeran determinados eventos. Detrás de esa "creencia" pre-moderna, están los trabajos de formidables matemáticos que fundaron de forma progresiva lo que terminó siendo la "teoría de la probabilidad", base de todo análisis estadístico. Bernoulli, Fermat, de Moivre, Laplace, Gauss y, antes de ellos, Pascal, son apenas algunos nombres especialmente famosos de la pléyade de científicos, en la construcción de procedimientos matemáticos que le sirvieron de base. Esta nueva ciencia se fue perfeccionando de forma acumulativa y, en algún momento, hasta se llegó a creer que el ries-

go había quedado bajo total control humano y que todo podía ser medido, con mayor o menor acierto, utilizando aproximaciones determinísticas o probabilísticas.

El siglo XX iba a desafiar semejante visión optimista. Dos guerras mundiales y la Gran Depresión mostraron que incluso lo impensable puede ocurrir. Esto cambió la percepción del riesgo y llevó a los investigadores a redefinirlo. En 1920, Knight introdujo el concepto de "incertidumbre", como una noción opuesta al concepto de "riesgo". Mientras el riesgo podría ser determinado con metodología probabilística, la incertidumbre se define como algo no susceptible de medición. Esta noción es retomada por Keynes en 1937 (...) Acerca de estas materias no hay base científica para determinar de ninguna manera una probabilidad calculable. Esas cosas son cosas que simplemente no sabemos (Bouchet, 2003, pag. 3).

Pero no fue sino hasta la revolución cubana que se comenzó a hablar de una nueva incertidumbre, la política. Eso se vió con claridad cuando una serie de nacionalizaciones de bienes de compañías norteamericanas provocaron pérdidas ingentes e inesperadas para grandes inversionistas, en la isla. Se le llamó entonces "riesgo político", concepto que desde esos años ha evolucionado de una forma más amplia (Bouchet, 2003). Actualmente se usa una expresión políticamente más correcta y se habla ya de "riesgo país". A pesar de reconocer que cada vez existían más imponderables, se siguió intentando medir también los riesgos asociados a semejantes incertidumbres, a todas luces imposibles de predecir. Cada intento ha culminado con resultados casi siempre desacertados.

En abril de 1982, el *Institutional Investor* posicionó a Corea del Sur en una posición de mayor riesgo que México. En agosto de ese mismo año, México cayó en incumplimien-

to de pago y disparó la crisis internacional de las deudas públicas de los 80s. Corea, en cambio, inició, entonces, un período sin paralelo de crecimiento económico, que llegaría a aumentar cinco veces su ingreso per cápita en los siguientes 20 años (Bouchet, 2003, p. 3).

La incertidumbre en tiempos de globalización

Las nuevas condiciones de la economía mundial globalizada desde comienzos de los 90s, no sólo aumentaron los factores que intervenían en la determinación de todas las tipologías de riesgo, sino que también los interconectó. Como el lustre de este complicado pastel, la medición de riesgo vino a convertirse en un elemento más a considerar como factor adicional susceptible de influir en los acontecimientos. En la física cuántica, la medición de un fenómeno lo altera y en su resultante se cuenta también, como elemento precipitante, la misma medición, por lo que un objeto cuántico jamás es lo que se observó, porque su observación misma lo altera (Paradoja de Hardy). Así ocurre en el mundo financiero: nada es indiferente o neutro. Todo afecta al resultado final y hace más difícil calcular los riesgos.

La ciencia de la administración de los riesgos crea, a veces, nuevos riesgos, incluso cuando pone bajo control riesgos viejos. Nuestra fe en el control de riesgos nos aliena a tomar riesgos en los que no incurriríamos si no tuviéramos esa fe. En la mayoría de casos en que el manejo de riesgo es beneficioso, debemos prestar mucha atención a no aumentar, con él, nuevos elementos de riesgo al sistema (Bernstein, 1996. Citado por Spencer Pickett, 2003, p. 185).

Sin embargo, la volatilidad de los mercados globalizados, moviéndose a velocidades jamás vistas, con dimensiones exorbitantes, imponía la

demanda de productos financieros que aseguran las inversiones. Estos productos, en forma de seguros, necesitaban alguna forma de medición del riesgo para calcular sus primas, es decir, para determinar un precio que asegure una ganancia, desde el punto de vista probabilístico. De ahí el peso que han cobrado en la globalización financiera las Agencias de Calificación de Riesgos Crediticios (ACRC). Sus calificaciones son el respaldo de todos los sistemas de seguros de créditos, como los CDS, pero, como era de esperar en esta materia, su metodología es tan compleja como oscura. Parcialmente, la metodología de cálculo de riesgos se basa en el análisis objetivo de elementos contables y financieros, que pueden ser medibles y previsible, como estados de cuenta, liquidez, activos, pasivos, estados de situación, etc. Aún así, para que la resultante de esas mediciones tuviera cierto margen de credibilidad, los datos contables deberían ser ciertos. Eso no siempre es así. Pero además de su base objetiva financiera y contable, la determinación de riesgo incluye elementos imponderables que aportan condiciones insalvables de "incertidumbre", desde la perspectiva de Keith y de Keynes, mencionadas supra.

Sobre esa demanda de medición de riesgos se han posicionado en el mercado las agencias de calificación de riesgo. Procesos económicos oligopólicos, incluyendo también los requerimientos de su acreditación, han terminado concentrando este negocio en tres agencias. Estas agencias califican el nivel de riesgo que presenta un crédito. También los administradores de una obligación pueden ser susceptibles de evaluación. Dentro de los objetos de sus calificaciones se encuentran emisores de bonos, entidades de derecho privado, organismos no gubernamentales, con capacidad de contraer obligaciones y gobiernos nacionales.

Las agencias de calificación de riesgo crediticio

Las actividades de las ACRC se remontan hasta el siglo XIX y comienzos del siglo XX. Standard & Poor's (S&P) tiene sus orígenes en 1860, cuando su fundador, Henry Varnum Poor publicó el primer análisis de riesgo en su "Historia de los ferrocarriles y canales de los Estados Unidos". La compañía por él fundada comenzó a calificar inversiones, desde 1916. Actualmente, tiene más de 5000 empleados, con oficinas en más de 40 países. Moody's Investors Service lleva precisamente, como debe ser, el nombre de organización al servicio de los inversionistas, no de los emisores. Tiene su origen en la publicación de otro libro, en 1909, esta vez por John Moody, analizando también las inversiones en ferrocarriles, que fueron las grandes obras de inversión de ese tiempo. Su fundación se dio en 1914, y ahora suministra calificaciones de riesgo de empresas y gobiernos en más de 100 países. Fitch Ratings nació en 1913 y ha tenido un proceso de varias fusiones con otras empresas similares (Martín, 2007).

Los clientes de las ACRC son los emisores de obligaciones, es decir todo tipo de compañías de seguros, bancos de inversión, operadores de acciones y gobiernos. Están supuestas a ofrecer a los inversionistas un servicio que sustituye la necesidad de realizar su propio complejo estudio de "credibilidad" de una institución en la que invierten o de un crédito que conceden. Esa facilitación es normalmente considerada un factor de eficiencia del mercado, porque disminuye tiempo, costos y estudios propios a cada agente financiero. Sin embargo, esto tiene como contrapartida la sobrevalorada confianza en la eficiencia y credibilidad de la calificación misma, provocando un incremento desproporcionado de capital de riesgo en todo el sistema, bajo la premisa, no tan segura, de que una calificación de riesgo les garantiza la mejor toma de decisión a la hora de invertir.

Esto permite también la multiplicación de actores en el mercado crediticio, al dar margen de existencia a cierto tipo de compañías que sin la calificación de riesgo tendrían que pasar muchos años en el mercado para que sus demandas de créditos recibieran alguna credibilidad. Este es el caso, por ejemplo, de universidades que, con una apropiada calificación de riesgo crediticio, pueden titularizar, por ejemplo, el incremento previsto de su matrícula y recibir, a cambio, los fondos que requiere precisamente para asegurar la prestación educativa que respalde ese incremento. Igual se podría hablar de hospitales o de gobiernos locales, que, con una positiva calificación de riesgo, pueden titularizar ingresos futuros por ampliación de servicios y con esos créditos, poder efectivamente ampliar esos servicios y tener los ingresos para cancelar los créditos contraídos. Todo eso muestra la función social enormemente válida de las agencias de calificación de riesgos, que son utilizadas de forma constante como componentes inevitables de la vida financiera del mundo globalizado.

Las agencias de calificación de riesgo, al tiempo que ocupan un lugar tan trascendental, como el que tienen y mientras ofrecen un servicio público tan decisivo, vinculado con el dinero, no obedecen, sin embargo, a regulaciones estrictas y siguen solamente lineamientos generales para ser reconocidas por la *Securities and Exchange Commission* (SEC) -Comisión de Valores de los Estados Unidos- perteneciendo, por ejemplo, al grupo de Organizaciones Reconocidas de Calificación Estadística, (organismo al que se refiere habitualmente como NRSRO, por su sigla del inglés, "*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*). Es decir, deben cumplir ciertos requerimientos para estar acreditadas, pero eso no significa que estén reguladas, ni supervisadas. En 1975, la SEC reconoció solamente a las tres grandes ACRC: Moody's, Fitch y Standard & Poor's. Posteriormente reconoció cuatro más y varios procesos de fusiones y adquisiciones

dejaron en el mercado de nuevo sólo a las tres primeras, lo que crea una situación claramente oligopólica (Borrus, 2002).

Contradicción de intereses y malas prácticas de las ACRC

En la colección de artículos que analizan la crisis reciente (Gómez, 2011), Angel Vilarriño expone algunas de las contradicciones y malos manejos en que han incurrido las agencias de calificación de riesgos. Bajo el título de "Malas prácticas de las agencias de calificación de riesgo" aparecen problemas relacionados con inadecuados manejos, errores sistémicos, conflictos de intereses, incursión en riesgos morales y carencias de precisión científica fundamentada y ausencia de transparencia en la asignación de sus calificaciones.

La metodología de la calificación crediticia de productos estructurados se basa fundamentalmente en modelos estadísticos. (...) Al recurrir a modelos estadísticos, el proceso calificador es muy vulnerable, dado que la calidad de la información suministrada al modelo es crítica y los modelos incluyen hipótesis no contrastadas y, en muchos casos, imposibles de contrastar. Esos modelos con cimientos endeble o inexistentes son aceptados, en parte, porque no existe alternativa y, también en parte, por el hechizo que las formas matemáticas ejercen sobre un amplio colectivo de la comunidad financiera (Gómez, 2011, p. 30).

Pero los problemas de precisión científica de la calificación de un riesgo, con todo y su seriedad, no son los únicos problemas que tienen las calificadoras. Existen además problemas de funcionamiento intrínseco a su giro de negocios. Entre otros, se menciona, por ejemplo, el conflicto de intereses que encierra el carácter del cliente de una agencia de calificación de riesgo. Sus evaluaciones son pagadas por los emisores de obliga-

ciones, cuando su función está, supuestamente, dirigida a proteger al inversionista. Es decir, paga el interesado en la mejor calificación posible, cuando se supone que su calificación debería orientarse a defender al que tiene interés en la mayor objetividad. Es como si en un contrato de compra-venta de un inmueble, el perito que determine su valor fuera pagado por el dueño del inmueble, no por el comprador.

Esto no siempre fue así. Todo lo contrario. En sus inicios y por más de 60 años, las cosas eran como debían de ser y las ACRC eran pagadas por los inversionistas interesados en conocer la bondad de una inversión. De hecho fue un fenómeno histórico extrañamente equívoco, vinculado con el desarrollo de la tecnología, lo que llevó a las ACRC a solicitar a los emisores de deuda el pago por sus servicios, y ya no más a los inversionistas. "Al comienzo todas (las ACRC) hacían negocio cobrando a los inversionistas por su calificación de riesgo. Ellas comenzaron a cobrarle a los emisores a partir de 1970, en parte porque la nueva facilidad de acceso a las fotocopadoras hacía muy fácil para los inversionistas conocer una calificación de riesgo sin pagar nada" (Borrus, 2002, p. 38).

Esa es una evidente contradicción de intereses. Pero tampoco ahí terminan sus problemas funcionales. De hecho son múltiples circunstancias las que prueban que las ACRC no siempre siguen sus propios cálculos, supuestamente complejos, y más de una vez se ha visto cómo intempestivas opiniones de personajes ajenos a las ACRC tienen una contundencia insólita en las calificaciones. Así ocurrió, por ejemplo, con la calificación que recibía, en 2008, la Corporación Federal de Préstamos Hipotecario (Freddie Mac), empresa pública con apoyo estatal, especializada en la emisión de títulos de inversión con respaldo hipotecario. La agencia Moody's, desde hacía años, tenía valorada con calificación "A1" a la cartera preferencial de títulos de Freddie Mac. "Casualmente", una mañana que apareció

Warren Buffett, en el noticiero de la CNBC, criticando la situación financiera de Freddie Mac, ese mismo día, por la tarde, Moody's cambió inesperadamente su calificación a "Baa3", el más bajo rango para una inversión, una escala apenas por encima de "crédito basura" (Associated Press, 2008). ¿Cómo explicó Moody's semejante degradación intempestiva? ¿Qué había hecho Freddie Mac para pasar en pocas horas de la más alta a la más baja calificación? ¿No era esa una situación que venía arrastrándose por años? Total silencio. Las otras ACRC no variaron, entonces, la alta calificación que le asignaban a Freddie Mac.

La calificación de los títulos...se basa en las características de riesgo de miles de prestatarios que las agencias sólo conocen indirectamente, a través de la información entregada por las entidades generadoras de los títulos. Las agencias declinan cualquier responsabilidad sobre la veracidad de la información utilizada y no aceptan ningún compromiso en relación a la comprobación o auditoría de la información recibida (Gómez, 2011).

El hecho mismo de que estas agencias funcionen como entidades de derecho privado, con fines de lucro, puede conducir, sin la debida regulación, auditoría pública y supervisión, a considerables abusos. En efecto así ha ocurrido. Reportajes escandalosos han hecho de conocimiento público prácticas que rondan con lo que podría llamarse chantaje. Uno de esos reportajes, retomado por el *Washington Post*, en su edición del 24 de noviembre de 2004, describe cómo Moody's mantuvo una baja calificación a Hannover, la gigante de seguros alemana, con la "discreta" advertencia de que la estaba calificando "gratuitamente" pero que esperaban que pagara. Hannover no aceptó y su calificación de riesgo se mantuvo muy baja, lo que le ocasionó considerables pérdidas. Mientras tanto, Hannover suscribía contratos con las otras dos grandes

ACRC, y ellas la calificaban de excelente. Este caso está ampliamente documentado por Klein (2004).

Independientemente de las críticas que se puedan hacer a su metodología de análisis y a su manejo de la información, las ACRC no se hacen, por otra parte, responsables de la veracidad de los datos que analizan, que les son proporcionados por quienes las contratan. Es sabido que la empresa Enron tenía las mejores calificaciones de riesgo, hasta cuatro días antes de su quiebra. "A pesar del creciente cuestionamiento del ligamen de Enron con empresas con probadas malas prácticas financieras, las agencias le mantuvieron una calificación de bajo riesgo de inversión, hasta exactamente cuatro días antes de su solicitud de declaración de quiebra, el 2 de diciembre de 2001 (Borrus, 2002, p. 38).

Cuando Enron aplicó por quiebra, las agencias calificadoras dijeron que esa compañía las había embaucado con información equivocada sobre sus negocios con otras compañías (Bástidas, 2007). ¿Y entonces? Las agencias explican que la objetividad de la situación de riesgo de una empresa depende de su propia declaración (sic). "Si la compañía evaluada está en desacuerdo con la clasificación de riesgo generada por la empresa calificadora, tiene la oportunidad de presentar información adicional, con la esperanza de que su calificación mejore" (Martin, 2008, p. 169).

A pesar de este sobradamente conocido funcionamiento contradictorio y prácticamente oligopólico, no existe forma alguna alternativa de un marco referencial de calificación del riesgo. De ahí que sean las ACRC las únicas que pueden ofrecer una referencia que sirva de cálculo de las primas de los CDS. Es por eso que una conducta de poca credibilidad, con historial de grandes fracasos en la valoración de riesgos, se ha convertido en el respaldo que determina la prima de los CDS, derivado que, a su vez, tiene una alta potencialidad especulativa. Como se pue-

de apreciar, unos factores se suman a los otros, creando un ambiente altamente permeado de especulación sobre especulación, lo que hace todavía más incierto el entorno y más necesaria la regulación internacional y supervisión tanto de las calificadoras como de los CDS.

Este no es un problema nuevo y en muchas ocasiones ha sido planteado, tanto en los Estados Unidos como en Europa, sin que las autoridades en ninguno de ambos extremos del Atlántico hayan adoptado medidas estrictas. Muchas veces lo que hacían con una mano lo deshacían con la otra.

¿Por qué las agencias calificadoras de riesgo no han sido sujeto de mayores niveles de supervisión?...En 2006, el Presidente del SEC, Christopher Cox, quien es crítico habitual de regulaciones, demandó una mayor autoridad de supervisión. Aunque el Congreso respondió con la "Reforma a las Agencias Calificadoras de Riesgo" del 2006, añadió una enmienda prohibiendo que el SEC supervisara los métodos empleados por las agencias calificadoras de riesgo. Se consideró suficiente que simplemente se hicieran públicos esos métodos. El Congreso se rehusó a enfrentar el conflicto de interés que se deriva de que los emisores de títulos de inversión sean quienes pagan a las agencias que los califican (Eisner, 2011, p. 189).

Un binomio peligrosamente especulativo

En los acontecimientos financieros, siempre han tenido influencia los fenómenos naturales, la política y los choques culturales. La época que vivimos no hace una diferencia en ese respecto y los ejemplos sobran. Nadie podía contar con la revolución árabe y la crisis en Libia, cuando se valoraban los "futuros" de petróleo, un año antes. Tampoco era previsible el accidente de una

planta nuclear en Japón, para poder acertar una predicción del crecimiento económico internacional, que fue después afectado por ese acontecimiento. A esos elementos de incertidumbre han venido a añadirse otros factores ligados a la globalización financiera, como la multiplicación imponderable de actores, el instantáneo libre movimiento internacional de valores y la precipitada titularización de unos derivados financieros sobre otros.

Como promesa racional de volver a poner orden en el caos del inversionista, el mercado ofrece figuras de seguro sobre los riesgos de incumplimiento de pago de sus inversiones, que hemos analizado, y un sistema de organismos especializados de calificación del riesgo crediticio, que también hemos visto. El costo de los primeros (CDS) se calcula en parte por las calificaciones de los segundos (ACRC). El mercado demandaba, sin duda, esos productos y servicios. Como una demanda de mercado es siempre enemiga del vacío, sus funciones son necesarias y los problemas que suelen aparecer son, sobre todo, producto de acciones de índole extraeconómica, es decir, política. Entre ellas toman particular relieve las políticas públicas que enfrentan -o dejan de enfrentar- la responsabilidad de regular y supervisar el funcionamiento de ambos servicios en la práctica financiera.

Para Paul Krugman, las ACRC son corresponsables de la crisis del 2008.

S&P y sus hermanas, las otras ACRC, tienen una gran parte de la responsabilidad de causar la crisis del 2008, porque estuvieron asignando calificaciones AAA a activos respaldados por hipotecas, que después resultaron basura tóxica. Y su mal juicio no quedó ahí. De forma notoria S&P, le dio calificación 'AAA' a Lehman Brothers, justo hasta el mes de su desastre, y su colapso disparó el pánico global. ¿Y cómo reaccionó esta agencia después que la firma que calificaba 'A' cayó

en bancarrota? Nada menos que publicando un reporte negando haber hecho mal algo (Krugman, 2011, p. A19).

A ese desacierto de no ver venir un problema se puede sumar, como ha ocurrido en el caso de la crisis europea, calificaciones que precipitan y hacen más difícil la solución de un problema, con calificaciones que no toman en cuenta los factores de estabilización de origen político que están en curso. ¿Cómo es posible que se haga todavía más difícil el rescate de un país al no tomar en cuenta las acciones y sistemas de apoyo que está tomando la Unión Europea para rescatarlo? ¿De dónde que se siga descalificando a los países del sur, y se amenace a la misma Alemania y Francia, como si estas medidas no existieran? Esa es la opinión de alguien tan autorizado como Michel Barnier, comisario de servicios financieros de la Unión Europea, quien advirtió que plantearía una regulación estricta del funcionamiento de las agencias en Europa.

No es normal ni correcto que la credibilidad de un país sea tirada abajo cuando ese país está siendo apoyado, sostenido y supervisado por el Banco Central Europeo y por el Fondo Monetario Internacional (para que no caiga en insolvencia de pago)... algo no está funcionando bien cuando un termómetro no sólo toma la temperatura, sino que ocasiona que aumente la fiebre (Barnier, 2011, citado por Von Schiessl, 2011, p. 64).

Krugman llega al punto de sugerir que una ACRC es el último lugar donde uno debe ir para conocer la estabilidad financiera de un país (Krugman, 2011) y pone como ejemplo la calificación que le diera Standard & Poor's hace diez años, a Japón, cuando esa agencia degradó su calificación de crédito y se equivocó. Error probado, porque por diez años consecutivos el nivel real de riesgo financiero de Japón ha permanecido inalterablemente bueno. Contrario a la calificación de S&P no han variado ni la credibilidad

real, ni las tasas de interés de la deuda soberana japonesa, que siguen estando al mismo nivel de riesgo de Estados Unidos o Alemania.

Pero las erróneas calificaciones de riesgo, demostradamente equivocadas en situaciones notables, tanto cuando califican bien, como cuando califican mal, jamás tendrían el impacto especulativo que tienen si no estuvieran también funcionalmente acopladas, en tándem, a un instrumento financiero enormemente perverso: Los así llamados "CDS en descubierto".

El concepto de pólizas de seguro sin interés legítimo

Se les llama en inglés "*Naked-CDS*" ("CDS en descubierto") a una forma específica de contrato de permuta por incumplimiento de pago del deudor, donde ni quien ejerce el papel de comprador de una prima de CDS, ni él que la vende, tienen interés legítimo alguno, directo o indirecto, en el crédito referido.

Esta situación se explica mejor cuando se la compara, por ejemplo, con una póliza de seguro de incendio de un inmueble. Quien compra una póliza de seguro de incendio sobre un inmueble es alguien cuyo patrimonio puede ser afectado por la eventualidad de un incendio en ese inmueble y que, por tanto, puede demostrar el interés legítimo que tiene en prevenir una eventualidad adversa, asegurando su patrimonio contra la ocurrencia de un siniestro en ese inmueble (por ser dueño, acreedor del dueño con respaldo de una hipoteca sobre el inmueble, etc.). A cualquier otra persona, que no tuviera interés legítimo en el buen estado del inmueble, no se le permitiría suscribir una póliza de incendios sobre ese inmueble. Si alguien pudiera suscribir una póliza de incendio sobre el inmueble de su vecino, se crearía un interés patrimonial real de que se produjera el "evento" incendiario. Nada más explicativo de lo que es un

"peligro moral", porque podría conducir a condiciones que contradicen el interés primordial de un seguro, que es el mejor cuidado y protección del bien asegurado.

Un "CDS en descubierto", en cambio, es una situación en la que una persona o entidad cualquiera compra una permuta por incumplimiento de pago de un tercer deudor, para que, a cambio, se le entregue una parte o la totalidad del valor facial de una deuda, en el evento de que el deudor incumpla su pago, y con quien no se tiene ninguna relación ni contractual, ni de ningún tipo. Es decir, se compra un seguro de crédito en descubierto no para prevenir el daño patrimonial si ocurriese el evento, sino esperando precisamente que ese evento ocurra. En el caso contrario, si el evento financiero no ocurre, quien compra el CDS en descubierto, incurre simplemente en un gasto sin contrapartida. Se puede decir por eso que se trata, aquí, ni más ni menos que de una "apuesta" a que el deudor no pague. Quien compra una prima de CDS en descubierto, tiene todo interés en que el deudor no pague, porque a cambio de su "pequeña" prima, recibiría una suma considerable.

Otra gran diferencia es que en el caso de una póliza de incendio, si se permitiera que terceros no interesados las suscribieran, el número de suscriptores ni aumentarían las probabilidades de un incendio, ni afectarían el valor de las primas que dependen de cálculos de probabilidades totalmente independientes de la existencia de los seguros. Nadie muere más rápido por contraer un seguro de vida.

En el caso de los "CDS en descubierto" no es así. Su propio número afecta tanto las primas, como la ocurrencia de eventos adversos. Las primas de los CDS están normalmente acopladas con las calificaciones de riesgo. El crecimiento de la demanda de "CDS en descubierto", apostando contra algún deudor, crea señales equívocas de mercado que terminan afectando su calificación.

Por otra parte, esa calificación tiene un impacto directo sobre las tasas de interés de futuros créditos del deudor, y eso daña sus capacidades de refinanciamiento de deudas, debilitando su posición en el mercado y haciéndolo, por tanto, más vulnerable a calificaciones bajas, en un especulativo círculo vicioso.

Aquí el problema es que un seguro normal, tal como un seguro automovilístico, no asume una correlación entre un incidente y el incremento en la probabilidad de ocurrencia de otro. Un accidente automovilístico no necesariamente aumenta las probabilidades de ocurrencia de otro. Con los bonos de deuda, en cambio, la falta de pago de uno aumenta la nerviosidad de los inversionistas, que lleva a contracción de inversiones y eso desata el pánico de los mercados (Jo, 2010, p.2).

ACRC y CDS funcionan sin el más mínimo control ni regulación y su acoplamiento desregulado es susceptible de provocar una espiral especulativa difícil de detener, descrita en detalle muy sintético por Hoje Jo (2010), cuando se refiere a los fenómenos desencadenantes de la crisis de 2008. Jo pone como primer acto una degradación en la calificación de riesgo:

Quando la calificación de riesgo de AIG fue degradada, AIG tuvo que presentar garantías adicionales para satisfacer las exigencias de respaldo de seguridad. Entonces cayó en crisis, porque no tenía la liquidez necesaria para satisfacer esas exigencias. Dada la "naturaleza acoplada" de los CDS, la caída de AIG tuvo un gran impacto en la economía nacional e internacional, ya que tantos bancos estaban atados a esa compañía aseguradora (Jo, 2010, p. 2).

Un proceso similar lo percibe Wiafe (2011) en el desencadenamiento de la crisis del euro (primero la degradación de la calificación de

riesgo y luego el aumento de las primas de los CDS). Gaillard (2011), analista del Banco Mundial muestra, en cambio, que, en el caso europeo, el incremento de las primas de los CDS precedió a los procesos que iniciaron la baja calificación de crédito por parte de las ACRC. En último extremo, siempre se produce un acoplamiento entre los valores de los CDS y las calificaciones de crédito de las ACRC, aunque el orden de los procesos desencadenantes no sea el mismo en cada ocasión. De hecho en la zona del euro pareciera que fueron los "CDS en descubierto" los que arrancaron la carrera especulativa contra Grecia, primero, y contra España, Irlanda y Portugal, después. Y eso ocurrió antes de que las ACRC degradaran el crédito de esos países.

Las "apuestas" de "CDS en descubierto" contra Grecia comenzaron bastante antes de que la deuda griega fuera degradada por las calificadoras. Sin embargo, a la postre el proceso es una especie de profecía auto cumplida: Se apuesta a que Grecia no pague y eso aumenta los intereses de Grecia para renegociar sus créditos, lo que aumenta el costo del servicio de su deuda y eso agrava sus condiciones financieras, de donde es posteriormente degradada en su calificación de riesgo, con la escalada de aumento de la prima de los CDS, que encarecen más los créditos griegos. Un ciclo mortal, desencadenado por la especulación.

Las percepciones divergentes sobre los riesgos soberanos explican por qué en mayo de 2010 los rankings de riesgos implícitos determinado por el valor de las primas de los CDS de los países en mayor riesgo (Grecia, Irlanda, Portugal y España) eran mucho más bajos que las calificaciones de Fitch, Moody's y S&P de Grecia, Irlanda y España el 1 de enero de 2010. La degradación anunciada (por las ACRC) entre el 1 de enero y el 17 de mayo de 2010, al final de la crisis de la deuda griega (cuando se anunció el fondo

de estabilización de la Unión Europea), ni siquiera fue suficiente como para reflejar el riesgo que, al comienzo de la crisis, se derivaba de las primas de los CDS. En breve, las agencias se quedaron pegadas, en vez de ser procíclicas en la crisis de la deuda griega (Gaillard, 2011, p. 177).

Sin embargo, como está visto, sea que la carrera especulativa comience con un tumulto de apuestas de “CDS en descubierto” o que la incertidumbre arranque con una o varias degradaciones de la calificación de riesgo, ambos elementos caminan, a la postre, en tándem, en completa desregulación y sujetos a cualquier arbitrio especulativo.

CONCLUSIONES

“Dicen que en las trincheras no hay ateos y tal vez podría decirse también que en las crisis económicas no hay liberales” (Frankel, 2007, p.1), decía un artículo del Instituto Cato, un año antes de la crisis económica mundial del 2008. Si el Instituto Cato es uno de los foros internacionales más conocidos por su liberalismo y por su oposición a la actividad regulatoria del Estado, esa frase de Frankel es ahora famosa porque se interpreta como advertencia de que el péndulo regulatorio financiero internacional, podría estar volviendo, de nuevo, a tomar fuerza.

Si interrogamos a la historia comprobaríamos, en efecto, que todas las grandes legislaciones regulatorias del mercado financiero han tenido como antecedentes, casi siempre, los impactos de crisis económicas, donde malas experiencias han revelado que insuficientes regulaciones estatales del sistema financiero ayudan a que las crisis se precipiten o se agudicen. Esta vez podía esperarse lo mismo.

Es una verdad indiscutible decir que las crisis van mano a mano con las regulaciones y con las reformas del sistema financiero. La

experiencia cercana a la muerte provocada por una crisis financiera empuja a mucha gente a analizar lo que el gobierno puede y debería hacer para prevenir otro desastre (Roubini y Minh, 2010, p. 182).

Los grandes capítulos regulatorios de las finanzas han sido corolarios casi perennes de las crisis. El primer sistema regulatorio inglés tuvo lugar en 1826, después del estallido de una burbuja financiera especulativa que sacó de operación a muchos bancos quebrados. La misma Reserva Federal, banca central norteamericana, vio la luz del día como respuesta al pánico de 2007. Las mayores instituciones del sistema regulatorio internacional arrancaron, también ellas, con la presión de quiebras masivas, corridas de bancos, caída de valores y miles de desempleados, consecuencias de la “Gran Depresión” del 29. Entre ellas se encuentran la Ley Glass-Steagall de 1933, que separó la banca comercial de las de inversión, la Ley de Titularizaciones de 1933, que obligaba, bajo amenaza penal, información veraz y completa de los títulos de deuda emitidos y sus respaldos, y también la creación de un organismo de supervisión y de control del mercado financiero, la SEC (Securities and Exchange Commission – Comisión de valores de los Estados Unidos, con responsabilidad sobre las emisiones, ofertas públicas y negociaciones de títulos). El sistema regulatorio de los principales países del mundo siguió el modelo norteamericano (Roubini y Mihn, 2010).

Se sabe que la época del Presidente Reagan inició una gran ola desregulatoria, que tuvo como resultado el desmontaje del sistema regulatorio que siguió a la crisis del 29. Esta escalada desregulatoria tuvo como capítulo decisivo la Ley Gramm–Leach–Bliley de 1999, durante el gobierno del presidente Clinton, más conocida como la “Ley de Modernización de los Servicios Financieros”, que derogó en gran parte la Ley Glass-Steagall. No son pocos (Stiglitz, 2010;

Krugman, 2011), quienes atribuyen a esa nueva economía desregulada un papel central en la formación, precipitación y agravamiento de la crisis de 2008.

Viendo en retrospectiva la crisis del 2008, después del entorno regulatorio (más bien desregulado) que con tanta facilidad condujo a la total irresponsabilidad financiera, queda cuestionado hasta la saciedad el sofisma de la tan engrandecida "capacidad autoregulatoria" de los mercados. Por eso era de esperarse que después de la crisis del 2008, se hubiera producido un gran nuevo impulso regulatorio, que sin embargo no ha tenido lugar, todavía. Luego de las primeras declaraciones y avisos de intención, se fue apagando la presión regulatoria, tanto en Estados Unidos, como en la Unión Europea, donde todavía se lucha contra los impactos de las apuestas especulativas, del mercado financiero desregulado.

En momentos como el actual, pareciera crecer la masa crítica que conducirá, tal vez, a un giro de la consciencia mundial sobre la necesidad de una mayor intervención regulatoria. Nadie desearía, sin embargo, que ese giro fuera consecuencia de un nuevo estremecimiento financiero internacional.

Es la paradoja del relativo éxito con que fue contenida la crisis.

De la misma forma que los soldados abandonan sus promesas de buena conducta, apenas dejan las trincheras, cuando cesan los disparos, de esa misma manera los legisladores y creadores de políticas públicas se sienten de nuevo felices con el "statu quo". Si los políticos hubieran fallado en detener la crisis, como ocurrió en la Gran Depresión, habrían sido ensordecedoras las demandas de reformas: no hay nada que enfoque más la atención de políticos y legisladores como filas de hambrientos y un 25% de desempleo. Pero como el desastre fue manejado,

esta vez, con mayor habilidad, se ha debilitado el ímpetu por reformas profundas y estructurales del sistema financiero (Roubini et al., 2010, p. 183).

A pesar de esa falta de ímpetu regulatorio, este artículo quiere subrayar el constante peligro de dejar que tanto las ACRC, como los CDS, permanezcan desregulados. Los lineamientos generales de dicha regulación se desprenden de lo señalado a lo largo de esta exposición y coincide con la posición de muchos de los críticos del "statu quo" financiero, actualmente desregulado (Roubini y Mihn, 2010; Stiglitz, 2010; Krugman, 2011; Financial Crisis Inquiry Commission, 2009).

Sus líneas generales las plantean Roubini y Mihn (2010) siguiendo los siguientes ejes:

Con relación a las Agencias de Calificación de Riesgos Crediticios:

- Prohibir que quien califique riesgos haga consultorías para determinar los mecanismos que una empresa debe emprender para mejorar la calificación de los riesgos de los títulos que emite.
- Crear un entorno de mayor competencia, abriendo facilidades de mercado a la incorporación de más y nuevas ACRC.
- Crear de nuevo un sistema de compensación por la calificación de un riesgo, que vuelva hacer que las ACRC sean pagadas por los inversionistas y no por los emisores de deuda, lo que rompería la existente contradicción de intereses.

Con relación a los CDS:

- Para que exista total transparencia de la capacidad de las entidades vendedoras de respaldar los seguros de crédito que ofrecen, se debería prohibir la validez de transacciones de CDS sin regulación, control y completa fiscalización por parte de instituciones regu-

ladoras y supervisoras, como el SEC norteamericano.

- Se debería prohibir la validez de transacciones de "CDS en descubierto" y cuando alguien compre un CDS debe probar el interés legítimo que tiene en el crédito asegurado.
- Crear un sistema centralizado institucional, privado o público, como cámara de compensación, donde se transen todos los CDS de forma transparente, con la obligación de depósitos apropiados de fondos o títulos de respaldo por los créditos asegurados.
- Toda transacción con CDS debería ser registrada en una base de datos centralizada, de manera que cualquiera pueda conocer las condiciones del mercado, para que el establecimiento de las primas sea un resultado más competitivo y menos especulativo, inhibiendo primas mayores que lo que permite el mercado abierto de oferta y demanda.
- Las compañías de seguros no deben poder hacer negocios con CDS, para no "contaminar" con ellos todo el sistema nacional de seguros. Sólo instituciones de fondos de riesgo podrían transar con CDS y ello a través de cámaras centralizadas de compensación, con requerimientos obligatorios de depósitos de garantía.
- Debe crearse una sola institución de regulación, supervisión y control centralizado al mismo tiempo de derivados, como los de futuros de materias primas, de obligaciones de deuda garantizada y de emisión de títulos y valores, de manera que se pueda ejercer un control más eficiente, evitando la dispersión de diferentes organismos supervisando diferentes formatos de derivados financieros.

Aunque no hay unanimidad sobre cada una de las medidas propuestas, existe un generalizado consenso sobre la inconveniencia, por lo menos, de la existencia misma de "CDS en descubierto". Otro elemento de consenso es también la necesidad de hacer menos opaco el mundo de transacciones de estos derivados.

La nueva generación de derivados debería ser sujeto de un escrutinio más implacable y sistemático. Dicho de otra manera, esta no es una situación en la que los reguladores deban tener miedo de que caer con dureza sobre esos instrumentos podría, de alguna manera, hacer peligrar el crecimiento económico. Lejos de eso, su mera existencia plantea muchísimo mayor peligro a la estabilidad económica global y mientras más pronto legisladores, políticos y reguladores lo entiendan así, mejor será. Desafortunadamente, esta estabilidad debe ser apuntalada mundialmente. Eso significa reexaminar también algunos de los lineamientos que determinan cómo los bancos hacen negocios (Roubini et al., 2010, p. 203).

Como se ha visto, todos esos elementos, tanto los relacionados con las ACRC como con los CDS, funcionan en la escala mundial que permite la globalización financiera. La regulación, en cambio, obedece a entornos legislativos nacionales. Existe ahí una contradicción entre el carácter internacional del funcionamiento de las finanzas y el carácter nacional de su regulación. Eso conduce a la necesidad de conciliar el carácter globalizado de las finanzas con el carácter nacional de las regulaciones. Nuevo espacio de acción internacional que requeriría, no obstante, una consciencia mundial unitaria sobre el problema. Cosa que no ocurre.

Con cierta facilidad el neoliberalismo de los 80s del siglo pasado logró hegemonía cultural, con un consenso internacional inmerecido sobre la conveniencia de "dejar hacer, dejar pasar", dismi-

nuir el volumen del Estado y desregular la economía y las finanzas. Ojalá que no sea, como dijimos, una sacudida de dolor la que conduzca a otra visión común de la indispensable labor regulatoria del Estado.

REFERENCIAS

- Associated Press. (2008). Freddie Mac Courts Investors, Buffett Passes. *International Herald Tribune* 22 de agosto 2008. Recuperado de <http://web.archive.org/web/20080915032759/http://www.iht.com/articles/ap/2008/08/22/business/NA-US-Mortgage-Giants-Crisis.php> el 16 de noviembre de 2011.
- Bankrate. (2011). Recuperado de <http://www.bankrate.com/rates/interest-rates/wall-street-prime-rate.aspx> el 15 de noviembre de 2011.
- Bastidas, C. (2007). *El caso Enron. Principales aspectos contables, de auditoría de gobierno*. Santiago: RIL Editores.
- Beder, T. S. y Marshall, C. M. (2011). *Financial Engineering: The Evolution of a Profession*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Beecken, G. (2010). Politische Brandzünder. Revista electrónica *Capital*. Recuperado de <http://www.capital.de/finanzen/:Credit-Default-Swaps--Politische-Brand-zuender/100029696.html> el 14 de noviembre de 2011.
- Borras, A. (2002). The Credit-Raters: How They Work And How They Might Work Better. *Business Week*. Edición del 8 de abril del 2002. pp. 38, 40.
- Buffett, W. (2002). *Berkshire Hathaway Inc. 2002 Annual Report*. Recuperado de <http://www.berkshirehathaway.com/2002ar/2002ar.pdf> el 10 de noviembre de 2011.
- Casilda, R. (2009). Multinacionales españolas en un mundo global y multipolar. Madrid: ESIC Editorial.
- Choudhry, M. (2006) *The Credit Default Swap Basis*. New York: Bloomberg Press.
- Durbin, M. (2006). *All about Derivatives: The Easy Way to Get Started*. New York: McGraw-Hill.
- Eisner, M. A. (2011). *The American Political Economy: Institutional Evolution of Market and State*. New York: Routledge.
- Financial Crisis Inquiry Commission. (2009). *Final Inquiry Report. Official Government Edition*. Recuperado de http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf el 30 de noviembre de 2011.
- Flavell, R. (2010). *Swaps and Other Derivatives*. Chippenham, Wiltshire: Antony Rowe Ltd.
- Frankel, J. (2007). Responding to Crises. *Cato Journal*, 27(2). Washington, DC: The Cato Institute. Recuperado de <http://www.cato.org/pubs/journal/cj27n2/cj27n2-6.pdf> el 5 de diciembre de 2011.
- Fukuyama, F. (1992). *El fin de la Historia y el último hombre*. Buenos Aires: Editorial Planeta.
- Gaillard, N. (2011). *A Century of Sovereign Ratings*. Economic Policy and Debt Department, The World Bank. New York: Springer.
- Gomez, S. y Pedro, G. (2011). *Economía Política de la Crisis*. Madrid: Editorial Complutense.
- Gorman, T. (2010). *The Complete Idiot's Guide to the Great Recession*. New York: Penguin Group.
- Grupo Editorial El Derecho y Quantor. (2010.) *Contratación Mercantil y Bancaria*. Madrid.
- Henri, M. et al. (2003). *Country Risk Assessment: a Guide to Global Investment Strategy*. West Sussex, Inglaterra: John Wiley & Sons.
- Ismialescu, I y Phillips, B. (2011). *Savior or Sinner? Credit Default Swaps and the Market for Sovereign Debt*. Lubin School of Business, Pace University and the School of Accounting and Finance, University of Waterloo. Recuperado de https://secure.northernfinance.org/2011/Submissions/modules/request.php?module=oc_program&action=view.php&id=63 el 10 de diciembre de 2011.
- Jo, H. (2010). Unethical Misuse of Derivatives and Market Volatility around the Global Financial Crisis. *Journal of Academic and Business Ethics*. Santa Clara University. Recuperado de <http://www.aabri.com/manuscripts/09398.pdf> el 28 de noviembre de 2011.
- Klein, A. (2004). Credit Raters' Power Leads to Abuses, Some Borrowers Say. *Washington Post*. 24 de noviembre de 2004, pág. A01. Recuperado de <http://www.washingtonpost.com/ac2/wp-dyn/A8032-2004Nov23?language=printer> el 16 de noviembre de 2011.
- Kolb, R. W. (2010). *Lessons from the Financial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Krugman, P. (2011). Credibility, Chutzpah and Debt. *The New York Times*. Edición del 7 de agosto de 2011.

- Lanchester, J. (2009). Outsmarted: High Finance vs. Human Nature. *The New Yorker*, 1 de junio de 2009. Recuperado de http://www.newyorker.com/arts/critics/books/2009/06/01/090601crbo_books_lanchester?currentPage=all el 10 de diciembre de 2011.
- Machinea, J. L. (2009). La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica. *Revista CEPAL* N. 97.
- Martín M. y Miguel, A. (2007). *Mercado de Capitales*. Madrid: International Thomson Editores.
- Mizen, P. (2008). The Credit Crunch of 2007-2008: a Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 90(5), septiembre-octubre Recuperado de <http://research.stlouisfed.org/publications/review/08/09/Mizen.pdf> el 8 de noviembre de 2011.
- Mora, H. y Morales, R. (2010). Crisis Financiera Estadounidense: Principales Efectos Macroeconómicos en la Economía Costarricense en 2008 y 2009. *Revista Nacional de Administración* 1 (1). enero-junio, 2010. Recuperado de <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/icap/unpan044033.pdf> el 28 de noviembre de 2011.
- Nanto, D. K. (2009). *Global Financial Crisis: Analysis and Policy Implications*. Washington, DC: Congressional Research Service. Report to Congress. Recuperado de <http://fpc.state.gov/documents/organization/127296.pdf> el 28 de noviembre de 2011.
- Panzner, M. J. (2008). *Financial Armageddon*. New York: Kaplan Publishing.
- Phillips, M. (2008). The Monster That Ate Wall Street: How 'Credit Default Swaps' Turned from a Smart Bet into a Killer. *Newsweek* 26 de septiembre de 2008. Recuperado de <http://www.thedailybeast.com/newsweek/2008/09/26/the-monster-that-ate-wall-street.html> el 15 de noviembre de 2011.
- Preciado, J. (2007). Globalización y la nueva configuración geoeconómica del mundo. Recuperado de Colección de ensayos Globalización y bloques económicos: mitos y realidades, coordinados por Calva, José Luis. México: Editorial Miguel Ángel Porrúa.
- Reinhart, C. y Rogoff, K. (2008). *This Time is Different: a Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*. NBER Working Paper N° 13882. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- Roubini, N. y Mihm, S. (2010). *Crisis Economics*. Londres: Penguin Books.
- Sandler, L. (2011). Lehman Enters Final Bankruptcy Phase. *Bloomberg News* del 6 de diciembre de 2011. Recuperado de <http://www.bloomberg.com/news/2011-12-05/lehman-judge-to-assess-65-billion-payout-plan-backed-by-creditors.html> el 6 de diciembre de 2011.
- Sinn, H.-W. (2010). *Casino Capitalism: How the Financial Crisis Came About and What Needs to be Done Now*. Londres: Oxford University Press.
- Sorkin, A. R. (2009). *Too Big to Fail*. New York: Penguin Books.
- Spencer Pickett, K. H., et al. (2010). *The Internal Auditing Handbook*. West Sussex, Inglaterra: John Wiley & Sons.
- Stiglitz, J. (2010). *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. New York: Norton Paperbacks.
- Stiglitz, J. (2011). ¿Qué puede salvar al euro?. Project Syndicate. 5 de diciembre de 2011. Recuperado de <http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz146/Spanish>, el 6 de diciembre de 2011.
- The Economist*. (2009). The sinking euro. Recuperado de <http://www.economist.com/node/21540244> el 30 de noviembre de 2011.
- The Economist*. (2011). Leader: europe's rescue plan. Oct 29th 2011. En <http://www.economist.com/node/21534849> el 10 de noviembre de 2011
- Vidal-Foch. (2011). Un fantasma recorre Europa. *El País* 14/07/2011. Recuperado de http://www.elpais.com/articulo/economia/fantasma/recorre/europa/elpepieco/20110714elpepieco_6/Tes el 13 de noviembre de 2011.
- Von Schiessl. (2011). Die Not mit den Noten. *Der Spiegel*. Número 33 del 15 de agosto de 2011. Berlin.
- Wiafe II, W. (2011). *The New Competitive Strategy*. Bloomington, Indiana. Xlibris Corporation.

Recibido: 15-01-2012
Aceptado: 14-03-2012